

EL MERCADO DE LA VIVIENDA  
EN ESPAÑA ENTRE 2014 Y 2019

2020

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

Documentos Ocasionales  
N.º 2013

Dirección General de Economía y Estadística



# EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA ENTRE 2014 Y 2019 (\*)

Dirección General de Economía y Estadística

BANCO DE ESPAÑA

(\*) En la elaboración de este documento ocasional han participado Laura Álvarez, Pilar Alvargonzález, Cristina Barceló, Júlía Brunet, Laura Crespo, Lucía Cuadro-Sáez, Clodomiro Ferreira, Julio Gálvez, Marina Gómez, David López, Llanos Matea, Myroslav Pidkuyko, Ana del Río, Alberto Urtaun, Ernesto Villanueva y Elena Vozmediano, de la Dirección General de Economía y Estadística, y Jorge Galán, Matías Lamas, Javier Mencía y Raquel Vegas, de la Dirección General de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución. El trabajo ha sido coordinado por Roberto Blanco.

Documentos Ocasionales. N.º 2013

2020

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2020

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

En este trabajo se describen los principales rasgos de la evolución del mercado de la vivienda en España durante el último período de expansión (2014-2019) y se discuten dos aspectos relacionados con su situación reciente. Por una parte, se analiza la evidencia acerca de las posibles dificultades de acceso de los hogares a la vivienda, encontrando que estas se habrían agravado durante los últimos años, especialmente para determinados colectivos, como los jóvenes y las familias con rentas bajas, sobre todo en algunas zonas, como las grandes áreas metropolitanas. Seguidamente se revisan las implicaciones que de ello se derivan desde el punto de vista de la eficiencia económica y de los retos sociales y se analizan medidas públicas que podrían considerarse para aliviar estas dificultades. La última sección ofrece una valoración de los posibles riesgos sistémicos asociados al mercado inmobiliario residencial, y se concluye que estos eran, a finales de 2019, más limitados que los que había en los años anteriores a la crisis financiera iniciada en 2008.

**Palabras clave:** mercado de la vivienda, mercado hipotecario, accesibilidad a la vivienda, riesgos sistémicos, intervención pública.

**Códigos JEL:** R30, R31, R38, G21, G51.

## **Abstract**

This paper describes the main features of the Spanish housing market during the latest expansionary period (2014-2019), and discusses two aspects relating to its recent situation. First, it analyses the evidence of households' possible housing affordability difficulties. It finds that these difficulties have been exacerbated in recent years, especially for specific groups such as the young and low-income households, and particularly in certain zones, such as the major metropolitan areas. Next, it reviews the ensuing consequences from the standpoint of economic efficiency and of social challenges, analysing potential public measures that might be considered to alleviate these difficulties. Finally, it assesses the potential systemic risks associated with the residential real estate market, concluding that these were, at end-2019, more limited than those prevalent in the run-up to the financial crisis that broke in 2008.

**Keywords:** housing market, mortgage market, housing affordability, systemic risks, public intervention.

**JEL classification:** R30, R31, R38, G21, G51.

## Índice

Resumen	5	
Abstract	6	
<b>1</b>	<b>Introducción</b>	8
<b>2</b>	<b>Principales características de la reciente fase de expansión del mercado de la vivienda</b>	9
2.1	La iniciación de nuevas viviendas se recuperó tras la crisis financiera, pero los niveles alcanzados en 2019 eran reducidos desde una perspectiva histórica	9
2.2	Los precios de compraventa y las transacciones también se han expandido de forma significativa durante los últimos años	11
2.3	Mercado del alquiler: aumento sostenido de los precios como resultado del fuerte repunte de la demanda	13
2.4	Una recuperación con escaso recurso al crédito	18
2.5	Recuperación heterogénea en precios y cantidades por áreas geográficas	20
<b>3</b>	<b>¿Existen en España dificultades en el acceso a la vivienda para determinados colectivos?</b>	23
3.1	La evidencia disponible sobre las dificultades de acceso a la vivienda	23
3.2	Los retos de la intervención pública en el mercado de la vivienda	30
<b>4</b>	<b>Una evaluación de los posibles riesgos asociados al mercado inmobiliario residencial español antes del Covid-19</b>	36
4.1	La evolución de los precios y sus determinantes	36
4.2	Riesgos crediticios	36
4.3	Riesgos para la actividad económica	38
4.4	El papel de las políticas macroprudenciales	39
<b>5</b>	<b>Conclusiones</b>	41
<b>Recuadro 1</b>	<b>Cambios en la relación préstamo-precio y la dinámica del mercado inmobiliario</b>	43
<b>Recuadro 2</b>	<b>Un análisis de los factores explicativos del cambio reciente en las decisiones de tenencia de vivienda en propiedad de los hogares españoles</b>	46
<b>Recuadro 3</b>	<b>Evolución reciente del precio de la vivienda en las economías avanzadas</b>	49
Bibliografía		52

## 1 Introducción

El mercado de la vivienda desempeña una importante función económica y social. Por una parte, las condiciones de este mercado, junto con las de los mercados de trabajo y de crédito, determinan en gran medida el grado de accesibilidad de los distintos hogares a la vivienda. Por otra, la actividad de este sector tiene un peso destacado en la economía, tanto a través del empleo en la construcción como de la inversión vinculada con él. En parte por este motivo, y también porque una fracción destacada de las transacciones de vivienda se financian con recurso a la deuda, el funcionamiento del mercado inmobiliario puede tener implicaciones para la estabilidad financiera. Así, las crisis inmobiliarias a menudo han venido asociadas a crisis bancarias profundas, como la que tuvo lugar en España entre 2008 y 2013. Todo ello justifica un análisis exhaustivo y riguroso de las implicaciones que puede haber para el conjunto de la economía y el sistema financiero derivadas de la situación de este mercado. Por este motivo, el Banco de España está desarrollando distintas herramientas analíticas e indicadores de alerta temprana relacionados con este mercado.

Este trabajo, tras resumir los rasgos más destacados de la evolución del mercado inmobiliario residencial en España durante la última etapa expansiva iniciada en 2014, se centra en analizar dos aspectos relacionados con su situación de finales de 2019. En primer lugar, indaga sobre las posibles dificultades de acceso a la vivienda por parte de los hogares en España, y apunta a que estas se han agravado durante los últimos años, especialmente para determinados colectivos, como los jóvenes y los hogares con rentas bajas, sobre todo en algunas zonas, como las grandes áreas metropolitanas. Seguidamente se revisan las implicaciones económicas y sociales relativas a los obstáculos a la accesibilidad a la vivienda y se analizan posibles medidas públicas que podrían considerarse para aliviar estas dificultades. La última sección ofrece una valoración de los posibles riesgos sistémicos asociados a la situación del mercado inmobiliario.

El sustancial impacto macroeconómico que tendrá la crisis sanitaria del Covid-19 podría agravar tanto las dificultades de accesibilidad a la vivienda como los riesgos vinculados al mercado inmobiliario. Sin embargo, dada la ausencia de datos por la cercanía de este episodio, estos aspectos no se analizan aquí. En todo caso, el Banco de España, en su seguimiento habitual de los desarrollos macrofinancieros, abordará estas cuestiones en cuanto se disponga de información.

## 2 Principales características de la reciente fase de expansión del mercado de la vivienda

### 2.1 La iniciación de nuevas viviendas se recuperó tras la crisis financiera, pero los niveles alcanzados en 2019 eran reducidos desde una perspectiva histórica

Tras la notable corrección registrada durante la crisis iniciada en 2008, los indicadores de oferta inmobiliaria iniciaron una intensa recuperación a partir de principios de 2014. La inversión real en vivienda de los hogares ha aumentado entre 2013 y 2019 en un 47 %. Este avance ha sido más intenso que el de otros componentes de la inversión, como el de activos intangibles (23 %) o bienes de equipo (31 %), y ha superado también el crecimiento del PIB (17 %) en el mismo período. Otros indicadores de oferta, como la iniciación de obra nueva residencial o el empleo en el sector de la construcción, también han mostrado una pauta expansiva durante los últimos años.

No obstante, desde mediados de 2018 se ha observado una moderación del crecimiento de la oferta inmobiliaria. Esta pauta es compatible con la desaceleración de la economía española y con el deterioro de las perspectivas económicas a medio plazo, en un contexto de mayor incertidumbre a nivel tanto nacional como, especialmente, internacional. Así, el número de visados de obra nueva descendió un 4 % en 2019, en contraste con el avance de alrededor del 18 % de un año antes.

A pesar de la intensa expansión que hubo desde principios de 2014, los niveles de los indicadores de oferta eran relativamente reducidos en 2019 desde una perspectiva histórica, aunque están en línea con los observados en el conjunto de la UEM. Como se observa en el gráfico 1.1, el peso de la inversión residencial en el PIB se situó en 2019 en torno a los mínimos observados durante la primera mitad de los años noventa (5,7 %), un nivel próximo al del promedio de la UEM y muy alejado de los excepcionales valores registrados durante el *boom* inmobiliario que precedió a la última crisis (11,4 % en 2007). La dinámica del empleo en el sector de la construcción muestra un resultado similar, de modo que el sector contaba con 1,3 millones de trabajadores en 2019, aproximadamente la mitad que en 2007, y en línea con el promedio del período 1990-1995 (véase gráfico 1.2). Por su parte, los niveles de iniciación de nuevas viviendas, aproximados por los visados de obra nueva, con algo más de 100.000 viviendas anuales en 2019, fueron los más reducidos desde 1990, si se exceptúa la etapa de la crisis financiera iniciada en 2008.

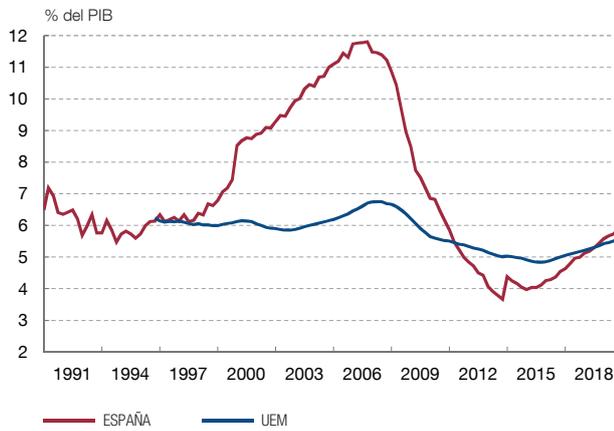
Un determinante clave de los bajos niveles de oferta en el sector inmobiliario en comparación con otros ciclos expansivos anteriores es el reducido crecimiento de la población en los últimos años. Entre los años 2014 y 2019, la población residente en España aumentó, en promedio, a un ritmo anual del 0,15 %, frente al 1 % anual registrado durante el ciclo alcista entre 1994 y 2007 (véase gráfico 2.1). En términos de la formación de hogares, variable que aproxima mejor la demanda de vivienda, las diferencias son también acusadas: aumentos cercanos al 0,5 %, en términos medios anuales, en el período de 2014-2019 (64.000 hogares por año), frente a un incremento promedio superior al 2 % en la anterior etapa expansiva.

Gráfico 1

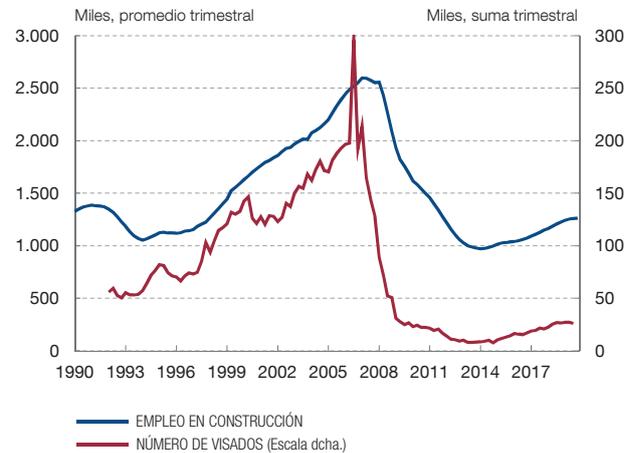
**LA ACTIVIDAD EN EL MERCADO INMOBILIARIO SE HA IDO RECUPERANDO, PERO A FINALES DE 2019 SE MANTENÍA EN NIVELES HISTÓRICAMENTE REDUCIDOS**

En línea con la recuperación económica, desde 2014 ha aumentado la actividad en el mercado inmobiliario. Así, la inversión en vivienda se elevó gradualmente, hasta alcanzar en 2019 un 5,7 % sobre el PIB, valores próximos a los observados en el promedio de la UEM. Sin embargo, los niveles actuales aún son bajos desde una perspectiva histórica.

1 INVERSIÓN EN VIVIENDA



2 AFILIACIONES A LA SEGURIDAD SOCIAL Y VISADOS DE OBRA NUEVA



FUENTES: Banco de España, Eurostat, INE, Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social, y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

Gráfico 2

**EL DÉBIL CRECIMIENTO DEMOGRÁFICO Y EL ELEVADO STOCK DE VIVIENDAS SIN VENDER LIMITAN EL CRECIMIENTO DE LA OFERTA INMOBILIARIA**

Las tasas anuales de crecimiento de la población y de los hogares se mantienen en niveles reducidos, limitando la recuperación de la nueva oferta inmobiliaria. Además, aunque el stock de viviendas nuevas sin vender se ha absorbido progresivamente desde la crisis inmobiliaria, todavía presenta valores relativamente elevados.

1 FACTORES DEMOGRÁFICOS

Variación anual media en los últimos tres años



2 STOCK DE VIVIENDAS NUEVAS SIN VENDER

Miles de viviendas acumuladas desde 2004 (a)



FUENTES: INE y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a El stock de viviendas nuevas sin vender de 2019 se obtiene con datos acumulados de certificados de fin de obra menos compraventas de viviendas nuevas hasta septiembre de 2019, ajustados de autopromociones, cooperativas y comunidad de propietarios.

Otro condicionante detrás de los reducidos niveles de nueva oferta es el elevado stock de vivienda sin vender que se acumuló durante la última crisis. Desde 2013, los niveles de demanda (viviendas transmitidas, según las transacciones ante notario de vivienda nueva) superaron a los de nueva oferta (viviendas terminadas, medidas por los certificados de fin de obra) de forma continuada, lo que se tradujo en una lenta pero progresiva absorción del volumen de nuevas viviendas sin vender, que se cifraba en torno a unas 460.000 unidades a finales de 2019, si bien esta estimación está sujeta a márgenes de error potencialmente elevados (véase gráfico 2.2).

## 2.2 Los precios de compraventa y las transacciones también se han expandido de forma significativa durante los últimos años

En paralelo con la recuperación de la oferta en el mercado inmobiliario, los precios de la vivienda, tras el intenso ajuste habido durante la crisis, han presentado en los últimos años una trayectoria de crecimiento sostenida. El avance acumulado de los precios medios a nivel nacional, desde el mínimo alcanzado en el primer trimestre de 2014, era del 32 % en términos nominales (26 % en términos reales) en el cuarto trimestre de 2019 (véase gráfico 3.1). Tras esta evolución, el valor de la vivienda en esa fecha se situaba un 17 % por debajo de su nivel máximo histórico registrado en el tercer trimestre de 2007 (un 30 % inferior, en términos reales).

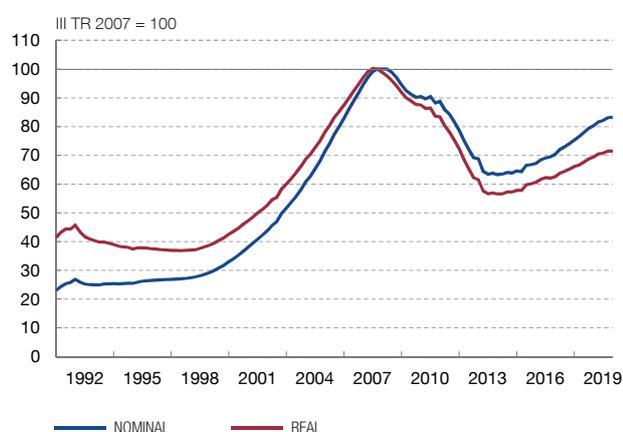
Las transacciones de vivienda también han avanzado de forma significativa durante los últimos años. La recuperación durante el último período expansivo ha estado sostenida

Gráfico 3

### LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Y LAS TRANSACCIONES SE HAN VENIDO ELEVANDO DESDE 2014

Los precios de venta de la vivienda se han incrementado un 31 %, en términos nominales, desde 2014, y a finales de 2019 se encontraban un 17 % por debajo de los niveles máximos alcanzados en 2007, habiéndose observado una desaceleración durante los últimos trimestres. El número de compraventas de vivienda también ha venido creciendo hasta 2018, fundamentalmente en el segmento de segunda mano, mientras que en 2019 hubo un ligero retroceso.

1 PRECIO DE VENTA DE LA VIVIENDA



2 COMPRAVENTAS DE VIVIENDAS  
Suma móvil de cuatro trimestres



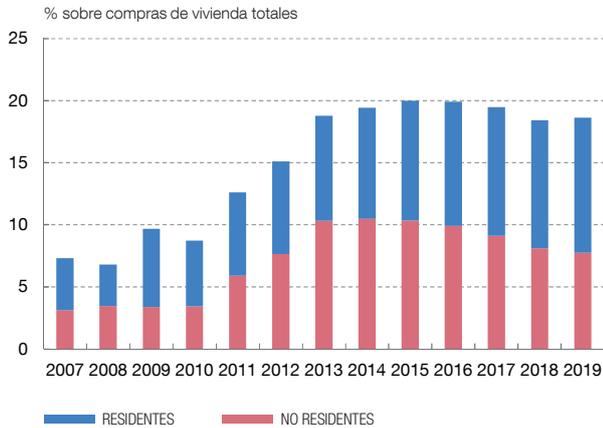
FUENTES: INE y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

Gráfico 4

## LA PARTICIPACIÓN DE LOS EXTRANJEROS EN EL MERCADO INMOBILIARIO RESIDENCIAL ESPAÑOL SUPONE CERCA DEL 20 % DE LAS COMPRAS

Entre 2007 y 2013 los extranjeros han aumentado su peso sobre el total de las compras de viviendas de un 7 % a un 19 %, manteniéndose dicho peso relativamente estable desde entonces. Los extranjeros no residentes en España representaron en promedio casi la mitad de las compras totales extranjeras en el período de recuperación económica. Estas compras se han concentrado con mayor intensidad en el arco mediterráneo y los archipiélagos.

1 COMPRAS DE VIVIENDA DE EXTRANJEROS EN EL MERCADO INMOBILIARIO ESPAÑOL



2 COMPRAS DE VIVIENDA DE EXTRANJEROS EN EL PERÍODO ACUMULADO ENTRE 2014 Y 2019



FUENTES: Consejo General del Notariado y Banco de España.

principalmente por el segmento de la vivienda usada, en línea con la reducida iniciación de nuevas viviendas. Así, el volumen anual en este segmento, que ha llegado a alcanzar en torno al 80 % del total de las transacciones, se situaba a finales de 2019 en niveles similares a los máximos alcanzados en 2007 (véase gráfico 3.2).

Destaca el aumento del peso de las adquisiciones de inmuebles por parte de ciudadanos extranjeros. Entre 2007 y 2013 la proporción de compras llevadas a cabo por este grupo se elevó del 7 % al 19 %, y se ha mantenido relativamente estable desde entonces (véase gráfico 4.1). De ellos, aproximadamente la mitad corresponde a ciudadanos que no residen en España, la gran mayoría residentes en otros países de la UE. Las compras de inmuebles de los ciudadanos extranjeros se han concentrado en las provincias insulares y en las de la costa mediterránea (véase gráfico 4.2). En términos de compras netas, definidas como compras menos ventas, las adquisiciones en el último período de expansión han sido especialmente significativas, representando el 1,2 % del parque de vivienda nacional promedio en dicho período, más del doble de la cifra correspondiente al período de recesión económica habido entre 2008 y 2013<sup>1,2</sup>.

Al igual que ocurre con los indicadores de oferta, también se ha observado una moderación en el crecimiento de los precios y las transacciones desde mediados de

1 Para más detalles, véase Álvarez, Blanco y García-Posada (2020).

2 En términos del stock de vivienda, de acuerdo con el último censo, correspondiente a 2011, el 7 % de las viviendas en régimen de propiedad estaban habitadas por, al menos, un miembro del hogar sin nacionalidad española.

2018. En el caso de las compraventas, la desaceleración ha sido especialmente acusada, habiéndose registrado incluso una caída (del 3 %) en 2019, frente al avance del 7 % de 2018. La intensidad de esta desaceleración se explicaría, en parte, por el proceso de adaptación a la nueva normativa del mercado de crédito inmobiliario, que entró en vigor en junio de 2019 y que llevó durante los primeros meses de aplicación a una ralentización de las operaciones. Esta regulación introdujo mejoras importantes en la protección de los consumidores y una mayor seguridad jurídica, que deberían conducir en el medio y largo plazo a un mejor funcionamiento de este mercado<sup>3</sup>.

### 2.3 Mercado del alquiler: aumento sostenido de los precios como resultado del fuerte repunte de la demanda

Los precios en el mercado del alquiler también habrían aumentado de forma significativa durante los últimos años, incluso a un ritmo superior al observado en el mercado de compraventa. Aunque no existen precios oficiales del alquiler de vivienda, la información proporcionada por portales inmobiliarios de Internet evidencia un fuerte incremento de los precios de oferta desde el inicio de la recuperación económica en 2014 (véase gráfico 5.1). Estos aumentos de precios habrían sido más elevados en las grandes áreas metropolitanas, como Madrid y Barcelona. Aunque estos datos hay que tomarlos como una mera aproximación de la evolución de los precios, dado que no se basan en transacciones sino en ofertas, otras fuentes alternativas, como las basadas en las fianzas, también apuntan en la misma dirección.

Esta evolución de los precios en el mercado del alquiler habría venido condicionada en gran medida por el fuerte repunte de la demanda, especialmente de la procedente de los jóvenes (véase esquema 1). La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) evidencia un destacado incremento de la tenencia en régimen de alquiler entre los hogares cuyo cabeza de familia es menor de 35 años, que habría pasado del 24 % en 2011 al 43 % en 2017 (último año disponible; véase gráfico 5.2). Entre los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 35 y 44 también se observó un aumento, aunque más moderado. Esta pauta supone una cierta convergencia hacia los registros observados en los países centrales de la UEM, como Alemania y Francia, economías en las que el porcentaje de tenencia en propiedad ha sido tradicionalmente mucho menor que en España, especialmente entre los hogares más jóvenes (véase gráfico 5.3). En esta misma línea, la EFF evidencia un aumento paulatino de los hogares en régimen de alquiler entre los que llevan menos de tres años en su domicilio, hasta alcanzar más del 60 % en 2017, unos 20 puntos porcentuales (pp) por encima del dato de 2002.

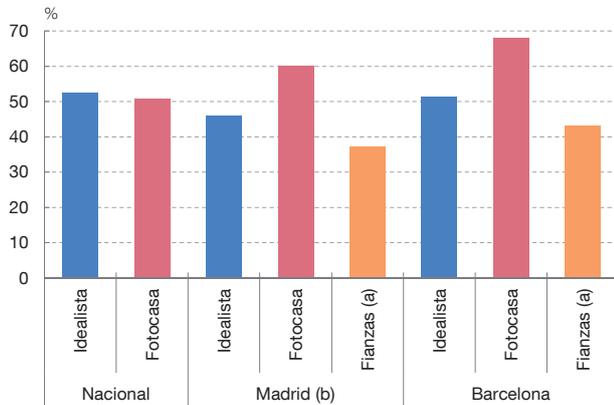
La mayor demanda de vivienda en régimen de alquiler entre los jóvenes responde a distintos factores relacionados con los cambios habidos tras la crisis iniciada en 2008

<sup>3</sup> La Ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario, que traspone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2014/17/UE, regula el régimen de protección al cliente y establece las normas de transparencia y de conducta en los contratos de crédito para la adquisición de bienes inmuebles de uso residencial. La entrada en vigor de esta ley supuso una ralentización de la actividad debido a la necesidad de adaptación de las novedades de carácter administrativo [véase Banco de España (2019a)].

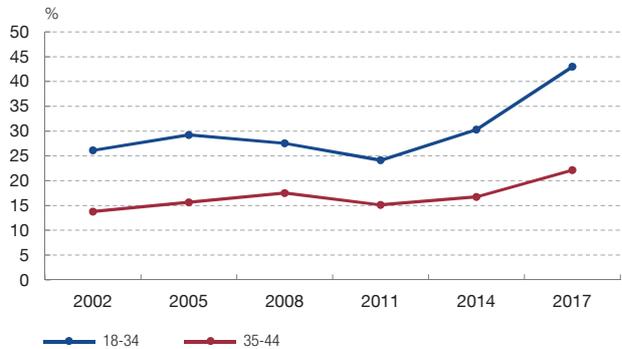
**INCREMENTO EN LOS PRECIOS DEL ALQUILER IMPULSADO POR EL FUERTE REPUNTE DE LA DEMANDA**

Los precios del alquiler se han incrementado significativamente en los últimos años en respuesta a la fortaleza de la demanda, impulsada especialmente por el segmento de los jóvenes. El aumento de la demanda de alquiler de este grupo se explica por el deterioro de las condiciones del mercado de trabajo y por los criterios más estrictos de las entidades financieras, que habrían reducido el porcentaje máximo del precio de adquisición de los inmuebles que se financia con crédito.

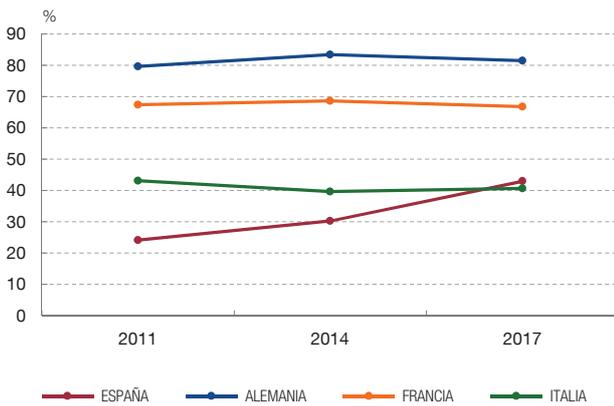
1 PRECIOS DE ALQUILER A NIVEL NACIONAL Y MUNICIPAL  
Variación acumulada desde el mínimo en 2013-2014 hasta 2019



2 PORCENTAJE DE HOGARES QUE ALQUILA SU VIVIENDA DE RESIDENCIA, POR GRUPOS DE EDAD



3 PORCENTAJE DE HOGARES DE ENTRE 18 Y 34 AÑOS QUE ALQUILA SU VIVIENDA DE RESIDENCIA, POR PAÍSES



4 MERCADO DE TRABAJO 16-29 AÑOS



5 RATIO PRÉSTAMO-PRECIO DE ADQUISICIÓN DE VIVIENDA MEDIANO (c)



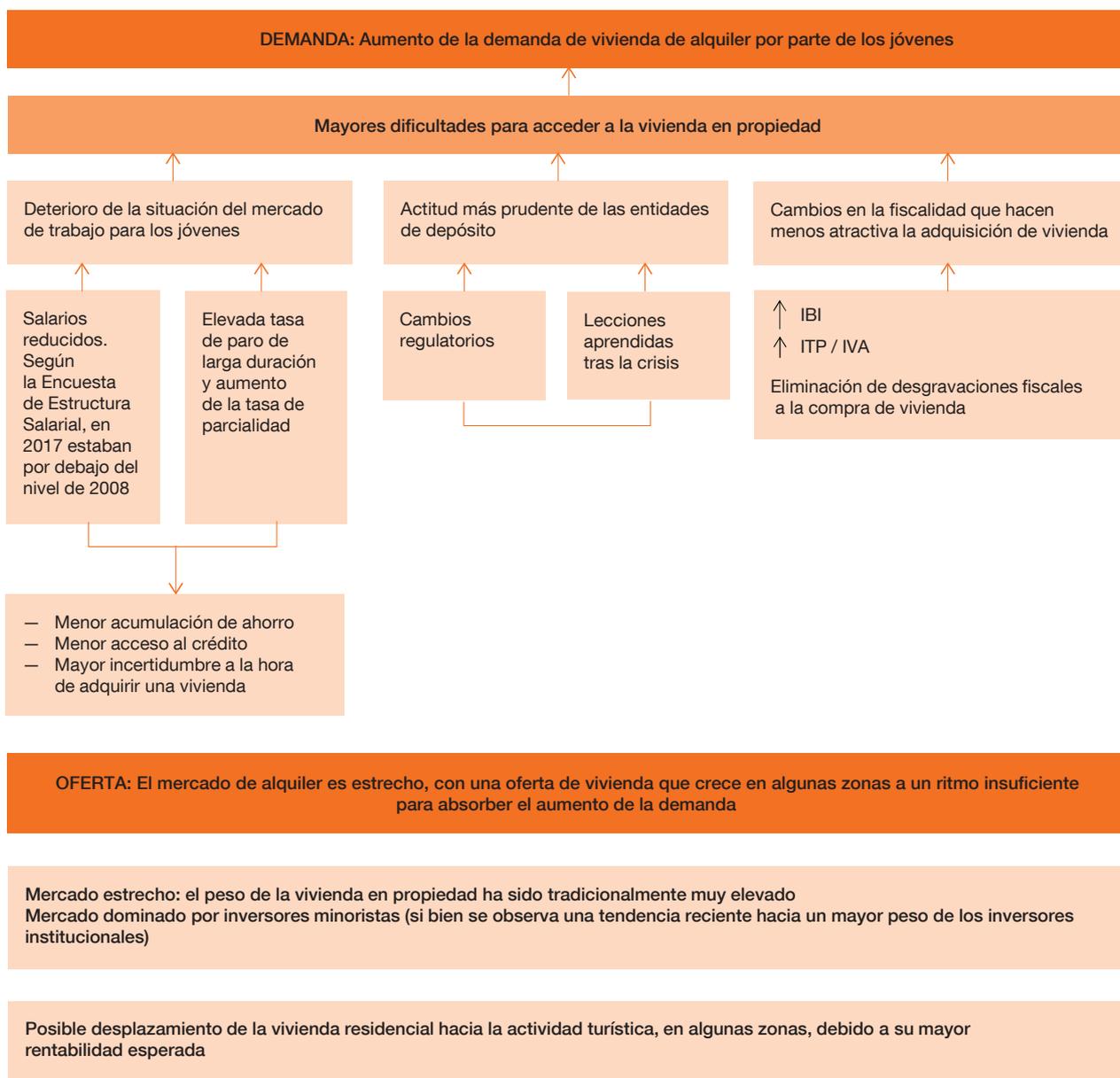
6 DIFERENCIAL DEL TIPO HIPOTECARIO SOBRE CURVA SWAP (d)



**FUENTES:** Banco de España, Colegio de Registradores, Encuesta Financiera de las Familias, Fotocasa, HFCS, Idealista, INE, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, y Refinitiv.

- a La serie de depósitos de fianzas recoge la información sobre alquileres a partir de datos administrativos de los depósitos autonómicos de fianzas.
- b En la serie de depósitos de fianzas de Madrid se muestra la variación anual a nivel provincial entre 2014 y 2018.
- c Datos de hipotecas hasta septiembre de 2019 e incompletos entre 2000 y 2003. Precio de adquisición según el Colegio de Registradores.
- d Curva IRS del euro como tipo libre de riesgo. Se asume que todas las hipotecas anteriores a 2013 son a tipo variable.

**REPUNTE DEL PRECIO DEL ALQUILER DE LA VIVIENDA: FACTORES EXPLICATIVOS**



FUENTE: Banco de España.

en la situación del mercado laboral y de crédito, así como en la fiscalidad de la vivienda. Empezando por el mercado de trabajo, según los datos de la Encuesta de Población Activa, el salario medio entre los más jóvenes en 2018 (últimos datos disponibles) todavía no había recuperado el nivel de 2008. Así, el salario medio en 2018 de los trabajadores de entre 20 y 24 años era un 8,3% inferior al de 2008, en términos nominales, mientras que este diferencial sería algo menor en el caso de los trabajadores de entre 25 y 29 años (5,1%) y aquellos de entre 30 y 34 años percibirían un salario levemente superior al de 2008 (1,3%). Otras condiciones laborales también se deterioraron con mayor intensidad entre los más

jóvenes. En 2019, la tasa de paro de la población activa de entre 16 y 29 años era del 25 %, la incidencia del paro de larga duración era del 33 %, y la ratio de parcialidad se encontraba cerca del 26 %, 10 pp por encima de los registros precrisis (véase gráfico 5.4). Esta situación del mercado de trabajo ha dificultado las posibilidades que tienen los jóvenes de comprar viviendas por la vía de limitar tanto el importe del ahorro acumulado como el acceso a la financiación ajena. Además, la incertidumbre asociada a la situación del mercado de trabajo (contratos temporales, alta tasa de desempleo) ha podido desincentivar las decisiones de los jóvenes de invertir en activos inmobiliarios, habiendo preferido muchos de ellos alquilar en lugar de adquirir su vivienda de residencia.

Existe también evidencia de que las entidades de depósito han aplicado, tras la crisis iniciada en 2008, unos criterios y condiciones crediticias más prudentes. Así, la información disponible muestra que, tras la crisis, se redujeron la proporción mediana del valor de adquisición de los inmuebles financiada con crédito (aproximada por la ratio entre el importe del préstamo y el valor de registro de la vivienda, que cayó desde niveles en el entorno del 100 % hasta el 80 %), el plazo medio de las hipotecas y la relación media entre el importe del préstamo y los ingresos del prestatario (véase gráfico 5.5). Aunque una parte de estos cambios podría responder a factores de demanda (como, por ejemplo, unas menores peticiones de financiación de los jóvenes como reflejo, por ejemplo, de la incertidumbre en el mercado de trabajo), todo apunta a que esta evolución se explicaría también por una actitud más prudente de los bancos. Así, por ejemplo, los resultados del recuadro 1 muestran que en los municipios en los que más disminuyó la relación entre el importe del préstamo y el valor de adquisición de la vivienda entre 2008 y 2012 fueron también aquellos en los que más aumentó el rechazo de peticiones de crédito. En la misma línea, el gráfico 5.6 muestra que el diferencial de los tipos de interés de las hipotecas en relación con los tipos de interés del mercado se ha situado durante los últimos años claramente por encima de los estrechos márgenes observados durante los años previos a la crisis.

Esta actitud más prudente de las entidades de depósito se habría visto inducida tanto por los cambios regulatorios introducidos tras la crisis a nivel nacional e internacional como por la experiencia acumulada por las propias entidades de crédito tras la crisis financiera. En particular, existe evidencia de que los impagos durante aquel episodio fueron más elevados entre aquellas hipotecas con condiciones más laxas (mayores plazos e importes más altos del préstamo en relación tanto con los ingresos del prestatario como con el valor de adquisición de la vivienda)<sup>4</sup>. Las condiciones crediticias excesivamente laxas que imperaron en el período previo a la crisis iniciada en 2008 fueron una de las razones que explican, en parte, su fuerte severidad sobre la economía española y su sistema financiero.

En conjunto, los cambios en la fiscalidad de la vivienda introducidos tras la crisis financiera habrían aumentado el atractivo del alquiler frente a la compra de vivienda. Así, la deducción por inversión en vivienda habitual fue suprimida finalmente a partir del 1 de

---

4 Para más detalles, véase Galán y Lamas (2019).

enero de 2013. Adicionalmente, se incrementaron tanto los impuestos sobre la tenencia de vivienda (IBI) como los de compra (en concreto, el de transmisiones patrimoniales en algunas CCAA, y el IVA, en todas). Estos cambios redujeron el sesgo impositivo a favor de la compra de vivienda frente al alquiler que había prevalecido durante el ciclo expansivo previo a la crisis financiera. Por su parte, los beneficios fiscales a las rentas de alquiler para los arrendadores se han reducido en algunos casos durante los últimos años<sup>5</sup>.

De acuerdo con las simulaciones que se presentan en el recuadro 2, de los tres factores anteriores, los que tendrían una mayor capacidad explicativa de los cambios recientes en el régimen de tenencia de vivienda entre los jóvenes serían el relacionado con la actitud más prudente de las entidades de depósito y los efectos de la situación del mercado laboral. En cambio, el impacto de la reforma en la fiscalidad de la vivienda sería comparativamente menor.

Además del fuerte aumento de la demanda de alquiler de los jóvenes, el repunte de los precios en este mercado también habría venido motivado por algunos factores de oferta. Por una parte, el mercado español de alquiler se caracteriza por su relativo escaso tamaño, en un contexto en el que el peso del régimen de propiedad de la vivienda ha sido tradicionalmente muy elevado en comparación con otros países de nuestro entorno. El mercado español de alquiler está dominado por inversores minoristas<sup>6</sup>. No obstante, durante los últimos años se ha observado un cierto incremento del peso de los inversores institucionales, incluyendo las SOCIMI (sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria)<sup>7</sup> y los fondos de inversión especializados. Esta tendencia presenta algunas ventajas en términos tanto de la profesionalización de esta actividad como de la eficiencia de las carteras de los inversores minoristas, al permitir que estos puedan optar a una mayor diversificación de los riesgos mediante la inversión en activos inmobiliarios a través de estos vehículos en lugar de hacerlo a través de la adquisición directa de inmuebles.

Por otra parte, el progreso tecnológico y el uso extensivo de Internet han facilitado la aparición de plataformas digitales que han abierto el mercado tradicional de los apartamentos turísticos a otras viviendas cuyo uso era residencial o que estaban vacías. La información disponible sobre el peso relativo que representan los pisos de uso turístico muestra una elevada heterogeneidad. Así, en ciudades como Barcelona y Madrid, representarían entre el 5 % y el 10 % del total de viviendas en régimen de alquiler, concentrándose esta actividad en los barrios céntricos con elevado atractivo turístico. Esta fracción aumentaría por encima del 15 % para otros municipios con menor población y mayor densidad turística, como Málaga,

---

5 Concretamente, existe una exención a las rentas del alquiler, que se fijó en 2003 en el 50 % de los rendimientos del capital inmobiliario derivados del alquiler de vivienda habitual, y se sitúa en la actualidad en el 60 %. En el período 2007-2014 esta exención se situó en el 100 % cuando el arrendamiento se realizaba a jóvenes cuyos ingresos se encontraban por debajo de un nivel de renta de referencia. En todo caso, estas rentas tributan al tipo marginal y no al del ahorro, que es más reducido.

6 Si bien hasta el momento no existe una estadística que recoja adecuadamente el tipo de propietario de las viviendas alquiladas en España, la Encuesta de Condiciones de Vida 2018 indica que el 77,4 % de los hogares alquilados por motivos distintos al trabajo habría alquilado la vivienda otro hogar, al 11,1 % la Administración Pública y el 11,2 % otros propietarios.

7 Para un análisis detallado de la evolución reciente de las SOCIMI, véase García-Vaquero y Roibás (2020).

Sevilla o Mallorca. En otras zonas de España su peso sería, en cambio, limitado. El uso intensivo de esta actividad se ha racionalizado a partir de la mayor rentabilidad esperada del uso turístico de los inmuebles en comparación con el alquiler residencial.

La evidencia del desplazamiento de vivienda residencial hacia la actividad turística y de su impacto en los precios inmobiliarios a nivel nacional e internacional es aún escasa. Los trabajos académicos disponibles sugieren que la magnitud de estos efectos depende tanto de la densidad del alquiler vacacional en la ciudad estudiada como de la demanda de vivienda residencial<sup>8</sup>. En el caso de España, en un trabajo sobre el impacto del alquiler turístico en la ciudad de Barcelona<sup>9</sup>, se encuentra evidencia de un efecto positivo de este tipo de arrendamientos sobre el nivel de las rentas medias del alquiler registrado, en los precios de transacción de vivienda de segunda mano y en los precios de oferta de venta de vivienda en barrios con elevada concentración de la actividad de las plataformas de alquiler vacacional.

Más allá del impacto de corto plazo del aumento de la tenencia de vivienda en alquiler sobre los precios en este mercado, este movimiento puede tener también algunos efectos en el medio y largo plazo. Así, la tenencia de vivienda en alquiler aumenta el grado de movilidad de los trabajadores, lo que les sitúa en una mejor posición para hacer frente a perturbaciones idiosincrásicas que afecten a una determinada área geográfica. En segundo lugar, en la medida en que el gasto en vivienda sea compatible con una acumulación de ahorro, la tenencia en alquiler permite, en teoría, que los hogares acumulen su ahorro en forma de activos financieros, con mayor liquidez y mayor diversificación de riesgos que si estos se materializan en la vivienda en la que residen. Sin embargo, la evidencia disponible sugiere que no todos los hogares podrían participar de este proceso de recomposición de las carteras, lo que puede llevar a incrementos en la desigualdad de la riqueza<sup>10</sup>.

#### 2.4 Una recuperación con escaso recurso al crédito

A diferencia de lo ocurrido durante la expansión inmobiliaria anterior a la crisis iniciada en 2008, el período reciente de crecimiento en este mercado se caracteriza por un nivel reducido de la financiación con crédito. Tras el fuerte descenso durante la crisis financiera, desde 2013 el crédito nuevo destinado a la compra de vivienda se ha ido recuperando paulatinamente, pero su nivel sigue muy alejado de los registros anteriores a la pasada crisis. Concretamente, el volumen de las nuevas operaciones de crédito se situó en 2019 en

---

8 Horn y Merante (2017) encuentran un efecto modesto del alquiler vacacional en los precios de oferta de alquiler en Boston. En un análisis para el área metropolitana de Los Ángeles, Koster, Van Ommeren y Volhausen (2018) muestran un mayor impacto del alquiler vacacional tanto en la reducción de la oferta de alquiler como en los precios inmobiliarios, concentrados en las áreas con mayor densidad de alquiler turístico.

9 García-López, Jofre-Monseny, Martínez Mazza y Segú (2019).

10 Kaas y otros (2019) documentan empíricamente que los países europeos con mayor tasa de propiedad tienen mayor desigualdad de la riqueza, mientras que Paz-Pardo (2020) construye un modelo de ciclo vital calibrado para Estados Unidos en el que la inestabilidad de la renta y el coste de acceso a los mercados financieros explican tanto la reducción de la tasa de propiedad como el aumento de la desigualdad de la riqueza. En España no se está observando un aumento del volumen mediano de riqueza financiera entre las generaciones con menor tasa de propiedad [véanse Banco de España (2019b) y Barceló y otros (2020)]. Este resultado podría ser consecuencia de la confluencia de una caída de la renta y de un aumento en el precio de los alquileres.

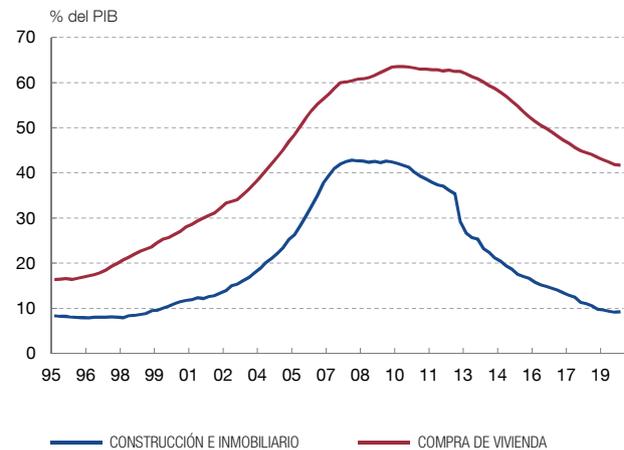
**RECUPERACIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO CON ESCASO DINAMISMO DEL CRÉDITO**

Las nuevas operaciones de crédito para la compra de vivienda se han recuperado progresivamente desde 2013, pero se mantienen en niveles históricamente reducidos. Este volumen ha sido inferior al importe amortizado de deuda hipotecaria viva, y el saldo vivo de esta modalidad de crédito ha ido disminuyendo progresivamente. El saldo de crédito destinado al sector de la construcción e inmobiliario se ha reducido con mayor intensidad.

1 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA  
Acumulado 12 meses



2 SALDO VIVO DE CRÉDITO POR FINALIDAD



FUENTE: Banco de España.

los 42 mm de euros, lo que representa menos de la mitad del importe registrado a principios de la primera década de este siglo y menos de la cuarta parte del máximo observado en 2007 (véase gráfico 6.1). De hecho, el nuevo crédito concedido durante los últimos años ha sido inferior al volumen de amortización de la deuda hipotecaria viva, de modo que el saldo vivo de esta modalidad de crédito ha seguido reduciéndose, situándose a finales del año pasado en el 42 % del PIB, 22 pp por debajo del nivel máximo de mediados de 2010. Este patrón de recuperación del mercado inmobiliario con escaso dinamismo del crédito también se ha observado en otras economías avanzadas (véase recuadro 3). En el caso del crédito al sector de la promoción y construcción inmobiliaria, la contracción del saldo vivo tras la crisis ha sido aún más intensa, de modo que a finales de 2019 apenas suponía una quinta parte del nivel máximo de 2007 (véase gráfico 6.2). En términos de su peso dentro del saldo de crédito a actividades productivas, el descenso ha sido también muy acusado (del 51 % en 2007 al 24 % en 2019, lo que representa la proporción más baja desde 1999).

El comportamiento menos expansivo del crédito para adquisición de vivienda en el ciclo más reciente está relacionado con la menor adquisición de vivienda por parte de los jóvenes, que son quienes generalmente necesitan financiar un porcentaje más alto de la inversión en este tipo de activos, dado que no cuentan con un volumen elevado de ahorro. En este sentido, en el ciclo más reciente parece haber aumentado la importancia relativa de las operaciones de compra de vivienda realizadas por inversores con menores necesidades de financiar sus adquisiciones con recurso al crédito. Este sería el caso, por ejemplo, de

aquellos inversores que, en el contexto de unos tipos de interés reducidos, deciden desplazar sus ahorros en forma de depósitos bancarios o de otros activos financieros hacia los activos inmobiliarios, en algunos casos atraídos por el aumento de la rentabilidad por alquiler. Así, mientras que entre 2004 y 2006 el 91 % de las adquisiciones de vivienda se financiaban con recurso al crédito, entre 2014 y 2019 ese porcentaje se redujo hasta el 67 %. Además, como se ha comentado anteriormente, dentro de las compras financiadas con préstamos, la proporción mediana que representaba el importe del préstamo en relación con el valor de adquisición de la vivienda se ha reducido entre esos dos períodos, desde niveles próximos al 100 % hasta el 80 %.

Por su parte, el menor dinamismo del crédito al sector de la construcción y promoción inmobiliaria es consistente con los niveles relativamente bajos de actividad de iniciación de viviendas comentados anteriormente.

## 2.5 Recuperación heterogénea en precios y cantidades por áreas geográficas

Otro rasgo característico del reciente ciclo expansivo del mercado inmobiliario español es el elevado grado de heterogeneidad geográfica de la recuperación de los precios y de la actividad. En el caso de los precios, aunque en todas las CCAA se observa una evolución ascendente, el ritmo de avance ha sido muy dispar. Así, el incremento acumulado hasta 2019 en relación con su nivel mínimo tras la crisis (2014, en la mayoría de las CCAA), en unas pocas como la Comunidad de Madrid (56 %), Cataluña (45 %) e Illes Balears (45 %) ha superado ampliamente el aumento promedio en España (32 %), mientras que en otras se ha situado por debajo del 15 % (véase gráfico 7.1). Sin embargo, desde mediados de 2018 los precios de la vivienda se han desacelerado en aquellas CCAA que venían registrando un comportamiento más dinámico desde 2014, mientras que se han acelerado en el resto. En esta misma línea, el gráfico 7.2 muestra que durante el ciclo actual se ha observado un menor grado de sincronía en la evolución de los precios entre municipios en comparación con lo ocurrido durante la etapa expansiva anterior a la última crisis<sup>11</sup>.

En el caso de los precios del alquiler, se observa también una evolución heterogénea por zonas, dentro de una tendencia general al alza. Los crecimientos más intensos acumulados desde el inicio de la recuperación económica e inmobiliaria se habrían registrado en las zonas con mayor dinamismo de los precios en el mercado de compraventa.

Asimismo, en el caso del volumen de las transacciones inmobiliarias y de iniciación de viviendas también se observa, partiendo de los valores mínimos de 2013, una marcada heterogeneidad en la intensidad de la recuperación (véanse gráficos 7.3 y 7.4).

11 Para tratar de identificar los determinantes que explican la evolución temporal de la sincronía entre los precios de la vivienda de ciudades españolas, Ghirelli, Leiva y Urtasun (2020) estiman un modelo de gravedad (gravity model) para el período 1989 S1-2018 S1. El coeficiente asociado a esta variable es significativo con un nivel de confianza del 1 %, y sugiere que un aumento de la diferencia entre las tasas de crecimiento de la población entre dos ciudades está asociado a un menor grado de sincronía entre los precios de la vivienda de las mismas dos ciudades. Este resultado es robusto a diferentes selecciones muestrales y se obtiene considerando toda la muestra y también excluyendo de la muestra Barcelona y Madrid.

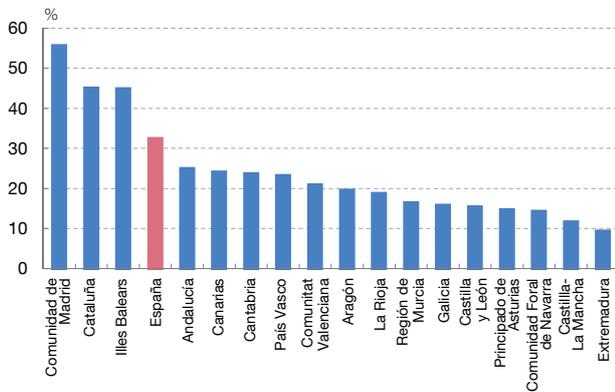
Gráfico 7

**EVOLUCIÓN HETEROGÉNEA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS DE LOS PRECIOS Y LAS TRANSACCIONES DE VIVIENDA**

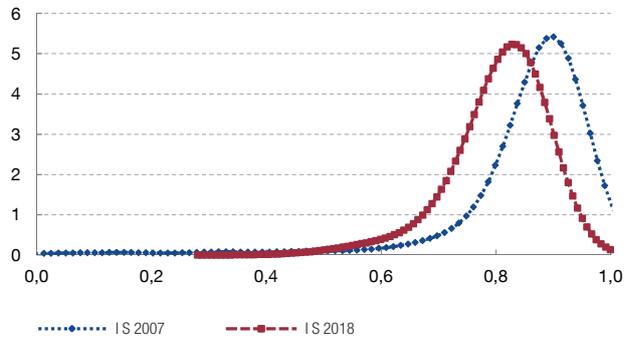
La recuperación más intensa en precios se observa en la Comunidad de Madrid, Cataluña e Illes Balears, superando el promedio nacional (32 %). El dinamismo de las transacciones y la iniciación de viviendas también presenta amplia heterogeneidad regional. Asimismo, se observa un menor grado de sincronía en la evolución de los precios en este ciclo en comparación a la etapa expansiva previa a la última crisis inmobiliaria.

1 PRECIO DE VENTA DE LA VIVIENDA

Variación acumulada desde el mínimo poscrisis

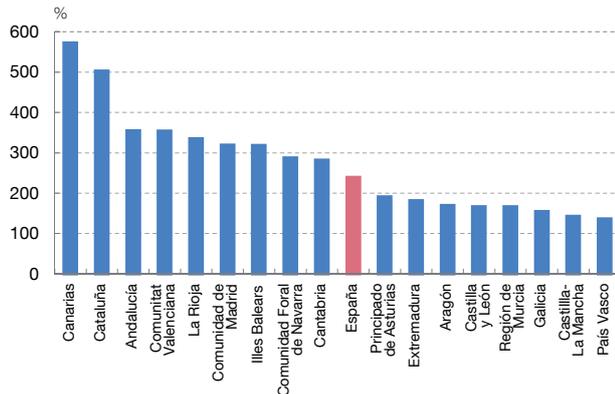


2 DISTRIBUCIÓN DE SIMILITUDES EN LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA (a)



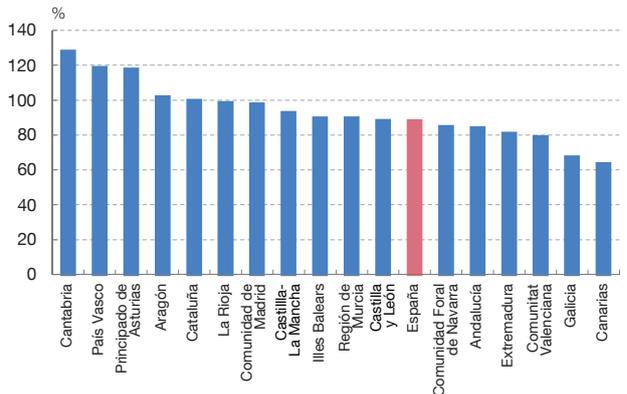
3 NÚMERO DE VISADOS DE OBRA NUEVA

Variación acumulada desde el mínimo poscrisis



4 COMPRAVENTAS DE VIVIENDAS

Variación acumulada desde el mínimo poscrisis



FUENTES: Ghirelli, Leiva y Urtasun (2020), de próxima publicación, INE y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a Se muestra la distribución del grado de similitud entre los precios de la vivienda asociados a diferentes ciudades. Esta información se presenta para dos períodos específicos, el primer semestre de 2007 (línea azul) y el primer semestre de 2018 (línea roja). Distribuciones con densidades más cercanas al valor de uno implican una mayor similitud entre los precios de la vivienda para el período correspondiente.

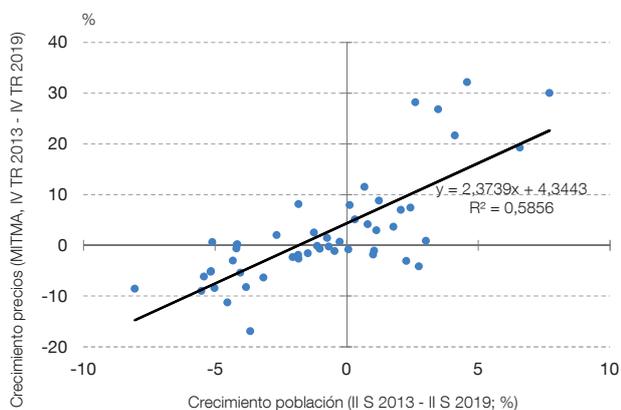
Buena parte de esta disparidad entre regiones en la intensidad de la recuperación de los precios y las cantidades se puede atribuir a las diferencias geográficas en el crecimiento poblacional. Así, como se puede observar en el gráfico 8, existe una clara relación positiva entre el crecimiento acumulado de los precios de compra y de alquiler de la vivienda a nivel provincial y el incremento de la población durante la reciente etapa de expansión del mercado inmobiliario<sup>12</sup>. Destaca, en este sentido, el aumento de la población en las dos provincias más pobladas (Madrid y Barcelona), que además concentran un porcentaje de la

12 En el anterior ciclo expansivo también se observó una correlación positiva entre ambas variables. La principal diferencia del ciclo actual es que la población ha retrocedido en algunas zonas, mientras que en el anterior ciclo se observó un aumento generalizado, aunque heterogéneo.

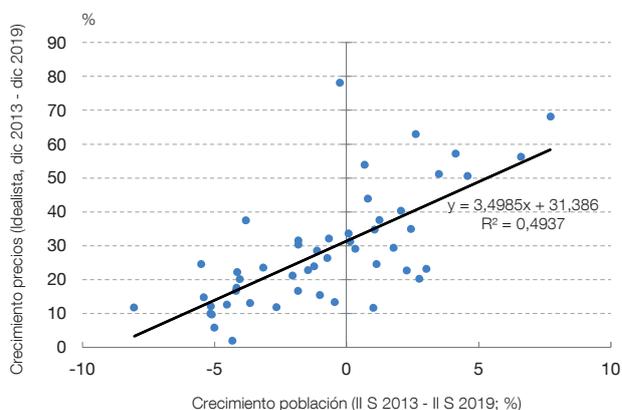
### LAS REGIONES CON MAYORES AUMENTOS DE LA POBLACIÓN HAN REGISTRADO INCREMENTOS MÁS ACENTUADOS DE LOS PRECIOS DE VENTA Y ALQUILER DE VIVIENDA

El crecimiento acumulado de la población ha presentado una fuerte correlación positiva con el de los precios de la vivienda en el ciclo de expansión actual, tanto en el mercado de compra como en el de alquiler. Las diferentes presiones demográficas han podido influir en la evolución regional de los precios en un contexto de oferta inelástica.

1 CRECIMIENTO ACUMULADO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Y POBLACIÓN POR PROVINCIAS



2 CRECIMIENTO ACUMULADO DE LOS PRECIOS DEL ALQUILER Y POBLACIÓN POR PROVINCIAS



FUENTES: Banco de España, Idealista, INE y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

actividad económica cada vez mayor. También es significativo el incremento de la población en las islas y en alguna localidad de la costa mediterránea (como Málaga), favorecido tanto por el auge del turismo como por la demanda de residencia de jubilados procedentes de España y del resto de Europa. La presión demográfica en un contexto de oferta de vivienda inelástica sería lo que explicaría en gran medida el mayor incremento de los precios de la vivienda en estas zonas. En otras economías avanzadas se está observando este mismo fenómeno, que afecta especialmente a las grandes áreas metropolitanas (véase recuadro 3).

### 3 ¿Existen en España dificultades en el acceso a la vivienda para determinados colectivos?

#### 3.1 La evidencia disponible sobre las dificultades de acceso a la vivienda

En los últimos años, las condiciones financieras para la adquisición de vivienda en propiedad para colectivos con un nivel de ahorro acumulado reducido se han tornado más exigentes. Dado que la adquisición de vivienda se suele financiar con recurso al crédito, el acceso a ella depende no solo del precio de compra de este activo, sino también de las condiciones de financiación. Dichas condiciones incluyen el porcentaje máximo del valor de adquisición que los bancos están dispuestos a financiar, el plazo del préstamo y el tipo de interés. Para aproximar el esfuerzo asociado a la compra de una vivienda financiada con un préstamo hipotecario se pueden utilizar dos indicadores. El primero, que mide el esfuerzo regular ligado al pago periódico de las cuotas del préstamo, se calcula como la proporción de la renta del hogar destinada al pago del préstamo. El segundo, que mide el esfuerzo inicial, se calcula como la parte del precio de la vivienda que no se financia con deuda en relación con la renta. En el gráfico 9 se muestra la evolución de estos dos indicadores desde el año 2000 utilizando las condiciones promedio observadas en cada momento en España<sup>13</sup>. Se observa que el indicador de esfuerzo regular se ha mantenido en torno al 30 % desde 2014, un nivel muy inferior al de sus valores máximos de finales de 2008 (próximos al 60 %). El descenso en el esfuerzo regular en comparación con las condiciones que imperaban en los años previos a la crisis se explica por el menor valor de la vivienda, el retroceso del importe mediano de los préstamos en relación con el valor de adquisición de la vivienda y la caída de los tipos de interés. En cambio, el esfuerzo inicial se ha situado durante los últimos años en los niveles máximos del período analizado. Ello es consecuencia fundamentalmente de la actitud más prudente de las entidades de depósito, que se ha traducido en unos límites máximos más estrictos del importe del préstamo en relación con el valor de adquisición de la vivienda. De este modo, a finales de 2019 las condiciones de acceso a la vivienda en propiedad eran muy exigentes para aquellos colectivos, como los jóvenes, que no habían podido acumular un ahorro previo para cubrir la parte del coste de adquisición que no podían financiar con crédito. Por el contrario, las condiciones de acceso para aquellos otros colectivos que disponían de un ahorro previo significativo eran relativamente laxas en términos históricos.

En todo caso, existe una elevada heterogeneidad a nivel regional en el grado de dificultad de acceso a la vivienda que los indicadores agregados, como los comentados en el párrafo anterior, no pueden capturar. Un indicador de esfuerzo que recoge dicha heterogeneidad es la relación entre el valor promedio de la vivienda a nivel regional y la renta media de los hogares. Utilizando este enfoque para las capitales de provincia con datos

<sup>13</sup> Concretamente, se recoge el importe que debe pagar el hogar mediano en el primer año de adquisición con un préstamo mediano. Para ello, se toman los precios medios para una vivienda de 93,75 metros cuadrados, la renta mediana de los hogares y las condiciones de financiación medianas vigentes en cada momento (plazo, tipo de interés y relación préstamo-valor de registro de la transacción). Se incluyen las desgravaciones fiscales durante el tiempo que estuvieron vigentes (hasta finales de 2012).

Gráfico 9

## EL ESFUERZO INICIAL NECESARIO PARA ACCEDER A UNA VIVIENDA SE HA ENDURECIDO

En los últimos años el esfuerzo regular para la adquisición de una vivienda se ha mantenido relativamente estable en torno al 30 % de la renta anual disponible del hogar, pero se ha endurecido el esfuerzo inicial necesario para acceder a ella. En esta etapa, el incremento en el esfuerzo inicial ha dificultado el acceso a la vivienda en propiedad a los colectivos con menor acumulación previa de ahorro, como los jóvenes.

1 ESFUERZO REGULAR PARA LA COMPRA DE VIVIENDA (a)



2 ESFUERZO INICIAL PARA LA COMPRA DE VIVIENDA (b)



FUENTES: Banco de España y Colegio de Registradores.

- a Definido como el importe de las cuotas que debe pagar el hogar mediano, netas de deducciones fiscales hasta finales de 2012, en el primer año tras la adquisición de una vivienda tipo financiada con un préstamo mediano sobre la renta bruta disponible por hogar. El esfuerzo regular también se conoce como «esfuerzo teórico anual».
- b Definido como:  $(1 - \text{ratio préstamo} - \text{precio de adquisición de vivienda mediano}) * (\text{precio vivienda} / \text{renta bruta por hogar})$ .

de 2016 (últimos disponibles), se observa que San Sebastián, Barcelona, Bilbao, Madrid y Cádiz presentaban las tasas de esfuerzo en la adquisición de vivienda más elevadas, superando en más de 1,5 veces el esfuerzo mediano de todas las capitales de provincia (véase gráfico 10.1). De forma similar, las cuatro primeras capitales anteriores encabezan el esfuerzo necesario por hogar en el mercado del alquiler en 2016, superando la ratio entre el precio medio del alquiler y la renta anual del hogar en más 1,5 veces la mediana de todas las capitales de provincia (véase gráfico 10.2).

El retraso en la formación de hogares y en la probabilidad de ser propietarios de la vivienda de residencia a lo largo del ciclo vital observados durante los últimos años también refleja las mayores dificultades de acceso a la vivienda de los jóvenes. Acceder a una vivienda en propiedad requiere disponer de ahorros con los que pagar la parte del coste de adquisición no financiada por una hipoteca. La renta laboral es relativamente baja al inicio de la vida laboral y aumenta con la edad, por lo que generalmente sólo tras unos años de experiencia laboral se pueden ahorrar los fondos que permiten acceder a la vivienda principal. Con respecto a otros países de nuestro entorno, en España este proceso ha presentado tradicionalmente dos rasgos distintivos. En primer lugar, la formación de hogares era relativamente tardía. En segundo lugar, el acceso a la vivienda en propiedad fue relativamente rápido para las generaciones nacidas antes de los años setenta (véase gráfico 11). Por lo tanto, el dilatado período de estancia en el hogar paterno y el acceso temprano a la propiedad ocasionaban que la etapa de la

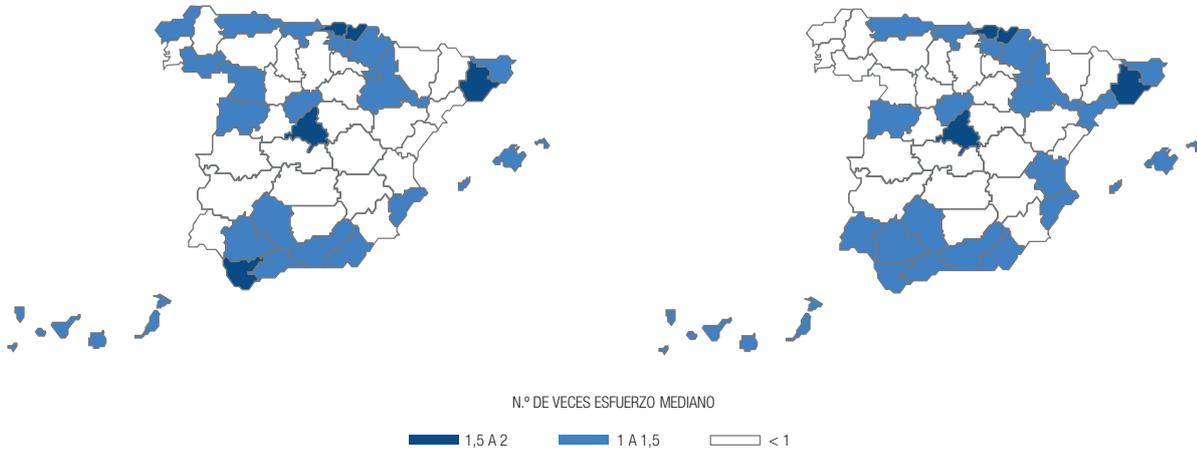
Gráfico 10

**EXISTE UNA ELEVADA HETEROGENEIDAD GEOGRÁFICA EN EL ESFUERZO DE ACCESO A LA VIVIENDA**

Las capitales de Gipuzkoa, Barcelona, Bizkaia, Madrid y Cádiz presentan las tasas de esfuerzo para la compra más elevadas, superando más de 1,5 veces el esfuerzo mediano de las capitales de provincia españolas. De forma similar, Barcelona, Madrid, Bilbao y San Sebastián encabezan el esfuerzo por hogar en el mercado del alquiler en 2016.

1 ESFUERZO COMPRA VIVIENDA POR CAPITAL DE PROVINCIA EN 2016 (a)

2 ESFUERZO ALQUILER VIVIENDA POR CAPITAL DE PROVINCIA EN 2016 (a)



FUENTES: Banco de España, Idealista, INE y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

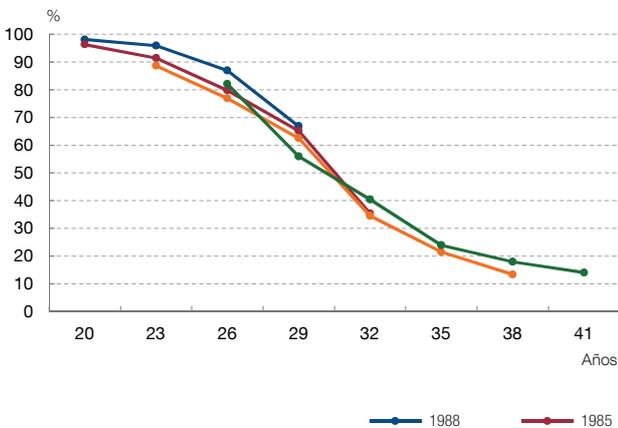
a Esfuerzo calculado como el precio promedio de venta o alquiler anual en 2016 de una vivienda de tamaño fijo sobre la renta media por hogar en el municipio en 2016 (últimos datos disponibles).

Gráfico 11

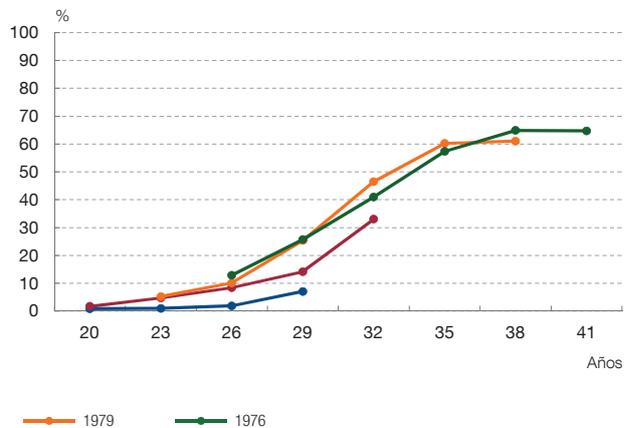
**SE RETRASA LA EDAD DE EMANCIPACIÓN Y DE ADQUISICIÓN DE LA VIVIENDA EN PROPIEDAD**

La proporción de individuos que poseen su vivienda de residencia a los 30 años ha ido disminuyendo para los nacidos a partir de 1980. Se observa también un retraso en la formación de hogares a los 26 años. Estos resultados sugieren problemas crecientes de acceso a la vivienda propia y en propiedad.

1 PROBABILIDAD DE VIVIR CON LOS PADRES A LO LARGO DEL CICLO VITAL



2 PROBABILIDAD DE SER PROPIETARIO DE PRIMERA VIVIENDA A LO LARGO DEL CICLO VITAL POR AÑO DE NACIMIENTO



FUENTE: Banco de España, utilizando la Encuesta Financiera de las Familias (EFF 2002 - EFF 2017).

vida durante la cual los jóvenes españoles alquilaban su vivienda era relativamente corta<sup>14</sup>. Pero, como se puede observar en el gráfico 11, las generaciones que nacieron después de 1980 tienen pautas de tenencia de vivienda distintas de las que tenían las anteriores. En torno al 87 % de los nacidos en 1988 vivía con sus padres a los 26 años, un porcentaje 5 puntos mayor que el de los nacidos en 1976<sup>15</sup>. Por otra parte, mientras que alrededor de un individuo de cada catorce de los nacidos en 1988 (7 %) poseía su vivienda principal a los 29 años; entre los nacidos en 1976, a esa edad era propietario uno de cada cuatro (26 %) <sup>16</sup>. Los resultados anteriores implican que las generaciones nacidas tras 1980 alquilan su vivienda de residencia durante un período de tiempo más extendido que las anteriores, por lo que su capacidad de ahorrar dependerá, en buena medida, de la parte de su renta que suponga el pago del alquiler.

El gasto de vivienda en alquiler como proporción de la renta de los hogares ha ido aumentando progresivamente desde el inicio de este siglo. Como se ha mencionado anteriormente, el coste del alquiler ha venido creciendo en España desde el comienzo de la recuperación económica que se inició tras la crisis financiera. El efecto de este aumento sobre la fracción de los ingresos que representa el gasto en vivienda puede variar por grupos de edad y renta. Por un lado, la renta laboral aumenta a lo largo del ciclo vital, por lo que quienes buscan su primera vivienda con frecuencia disponen de menos recursos con los que afrontar una subida del precio del alquiler. Por otra parte, el mayor coste del alquiler se trasladará en menor medida a la proporción de renta dedicada a la vivienda si los jóvenes posponen el momento de formar un nuevo hogar o se desplazan a zonas con alquileres más baratos<sup>17</sup>. De acuerdo con los resultados de la EFF, la proporción de la renta de los hogares destinada al gasto en alquiler de aquellos que llevan más de tres años arrendados se ha ido elevando progresivamente durante los últimos años (véase gráfico 12.1). En cambio, entre los nuevos arrendatarios este porcentaje ha permanecido relativamente estable, posiblemente porque haya jóvenes que hayan pospuesto la formación de un nuevo hogar ante el aumento del coste de la vivienda<sup>18</sup>.

También ha crecido la proporción de los hogares para los que el gasto de alquiler de la vivienda excede el 30 % de su renta. Habitualmente se considera que dedicar más del 30 % de la renta al pago de la vivienda comienza a limitar considerablemente la capacidad de gasto y ahorro de los hogares<sup>19</sup>. Entre 2011 y 2017, la proporción de hogares menores de 35 años que dedicaba más del 30 % de su renta al alquiler se ha elevado en 8 pp, situándose

14 Véase la comparación internacional sobre la formación de nuevos hogares en Martins y Villanueva (2006).

15 Este desarrollo no es específico de España. En Estados Unidos, Dettling y Hsu (2018) y Cooper y Luengo-Prado (2018) explican el aumento en la tasa de convivencia entre hijos adultos y sus padres en ese país por la mayor sensibilidad de las decisiones de formar hogar ante cambios en el coste del crédito y en la situación laboral.

16 Estos cambios no son específicos de España. Véanse Paz-Pardo (2019) y Malmendier y Steiny (2016).

17 García-López, Jofre-Monseny, Martínez-Mazza y Segú (2019) muestran que el encarecimiento de los alquileres que han ocasionado determinadas plataformas ha desplazado la demanda de alquiler a las zonas menos turísticas de Barcelona.

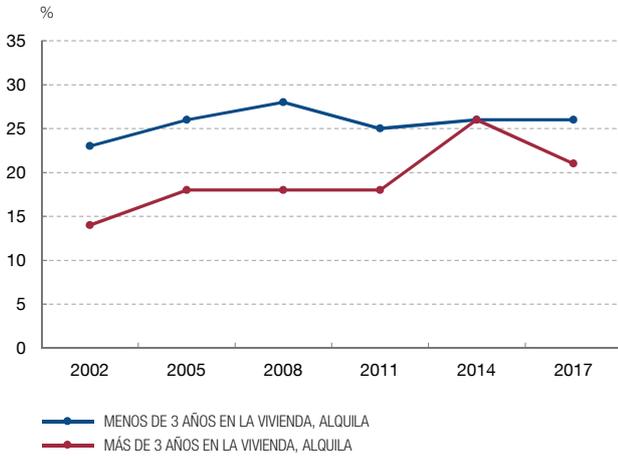
18 Aparicio-Fenoll and Oppedisano (2015) documentan un impacto negativo de aumentos en el coste del alquiler sobre las decisiones de formación de nuevos hogares en España.

19 El umbral del 30 % es una medida utilizada por la OCDE (*Housing Database Indicators*) o Larrimore and Schuetz (2017).

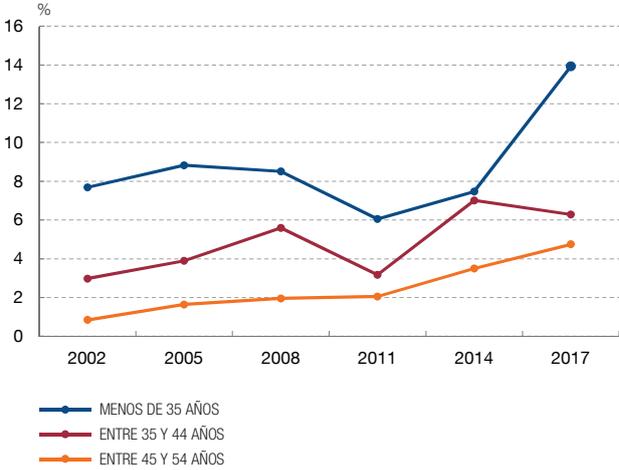
**CRECE LA PROPORCIÓN DE LOS HOGARES QUE DEDICAN UNA PARTE ELEVADA DE SU RENTA AL PAGO DEL ALQUILER**

El aumento en la fracción de la renta destinada al pago del alquiler ha aumentado significativamente desde 2002 en el grupo que lleva más de tres años en su vivienda. Asimismo, desde 2011 crece la proporción de los hogares que dedica más de un 30 % de su renta al alquiler. En cambio, la proporción de la renta que representa la cuota hipotecaria de los propietarios con hipoteca no muestra una pauta creciente. La proporción de los hogares que dedica más del 30 % de su renta al pago de la hipoteca ha disminuido hasta 2017.

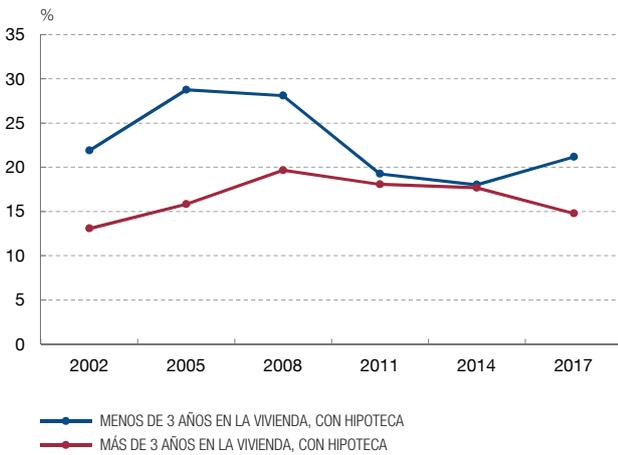
1 PORCENTAJE MEDIANO DE LA RENTA DEDICADO AL PAGO POR ALQUILER



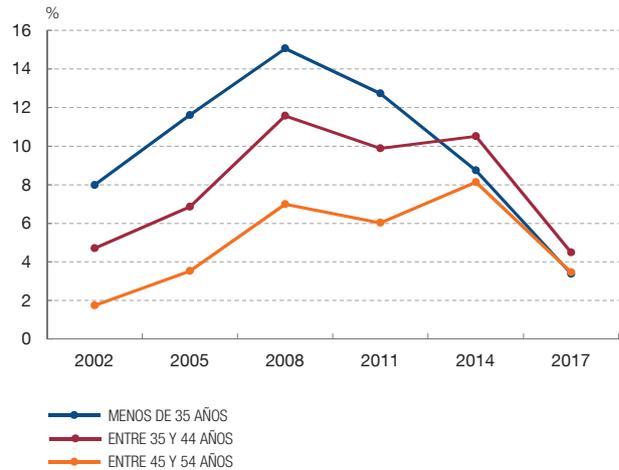
2 PORCENTAJE DE LOS HOGARES QUE DEDICA MÁS DEL 30 % DE SU RENTA AL ALQUILER SOBRE EL TOTAL DE CADA GRUPO DE EDAD (a)



3 PORCENTAJE MEDIANO DE LA RENTA DEDICADO AL PAGO DE LA VIVIENDA



4 PORCENTAJE DE LOS HOGARES QUE DEDICA MÁS DEL 30 % DE SU RENTA AL PAGO DE SU HIPOTECA SOBRE EL TOTAL DE CADA GRUPO DE EDAD



FUENTE: Banco de España, utilizando la Encuesta Financiera de las Familias (EFF 2002 - EFF 2017).

a Se incluyen hogares que alquilan a precio de mercado.

en el último año disponible en el 14 % (véase gráfico 12.2). En los hogares de mayor edad también se ha observado un aumento, pero ha sido más moderado, de en torno a 2 pp. Estos crecimientos se explican tanto por la elevación de las rentas de alquiler como por el incremento de los hogares en régimen de tenencia de alquiler.

A juzgar por la evolución reciente de las rentas de alquiler, la proporción de los ingresos de los hogares arrendatarios destinada al gasto en vivienda podría haber seguido

umentando durante los últimos años. En efecto, la información disponible apunta a que, desde 2017 (último año en el que se dispone de información en la EFF sobre el gasto de alquiler a nivel de hogares), el precio de los alquileres habría seguido subiendo a un ritmo mayor que el del crecimiento de las rentas. Hay que tener en cuenta, además, que los datos de la EFF no recogen completamente el incremento de los precios de las nuevas operaciones en el mercado del alquiler, ya que estos no afectan a los hogares arrendatarios hasta el vencimiento de los contratos de alquiler, momento en el que se renegocian las condiciones.

Por el contrario, la fracción de la renta de los propietarios de vivienda destinada al pago de la hipoteca disminuyó entre 2008 y 2017<sup>20</sup>. Concretamente, la fracción mediana de la renta que dedican los propietarios a este fin cayó durante este período en 5 pp en el grupo que lleva más de tres años en su vivienda. Asimismo, la proporción de los hogares que dedica más del 30 % de su renta al pago de la hipoteca se redujo, con mayor intensidad en los menores de 35 años (casi 10 pp) (véanse gráficos 12.3 y 12.4). Este patrón, que es compatible con la información contenida en el gráfico 9.1, habría sido el resultado, por un lado, del continuado descenso de los tipos de interés y, en el caso de los hogares que adquirieron su vivienda durante los tres años anteriores a la fecha en la que fueron encuestados, también de la caída del precio de los inmuebles, hasta 2014. Y, por otro lado, habría influido a su vez en esta evolución el descenso de la proporción del coste de adquisición de la vivienda que se financia<sup>21</sup>. Adicionalmente, esta dinámica también se explica por el descenso del peso de la tenencia de vivienda en propiedad y podría reflejar asimismo los cambios en las características de los nuevos propietarios (véase recuadro 1). En todo caso, hay que tener en cuenta que, a diferencia de lo que ocurre con los hogares arrendatarios, la evolución del coste de la vivienda para los propietarios, en general, no está influida por los cambios en las condiciones del mercado inmobiliario una vez que ya han adquirido la vivienda.

La comparación con otros países de nuestro entorno evidencia unas mayores dificultades de acceso a la vivienda en España para determinados colectivos, como los jóvenes o los hogares con rentas más bajas. Ello refleja, en parte, la mayor desigualdad de la renta en nuestro país<sup>22</sup>. Así, comparados con los de las economías de nuestro entorno, los jóvenes españoles se enfrentan a unos costes de la vivienda, en relación con sus rentas, relativamente elevados. Concretamente, el 38 % de los hogares españoles arrendatarios menores de 35 años dedicaba en 2017 más del 30 % de su renta al alquiler. Esta magnitud es inferior a la observada en Francia (43 %), pero excede en 10 pp la fracción de jóvenes alemanes o italianos arrendatarios que superan ese umbral (véase gráfico 13.1). Además, una cuarta parte de los jóvenes propietarios españoles dedican más del 30 % de su renta al pago de hipoteca, un porcentaje que excede entre 10 pp y 17 pp al de los países mencionados. La proporción comparativamente elevada de hogares españoles menores de

20 Incluye solamente los pagos asociados a la hipoteca.

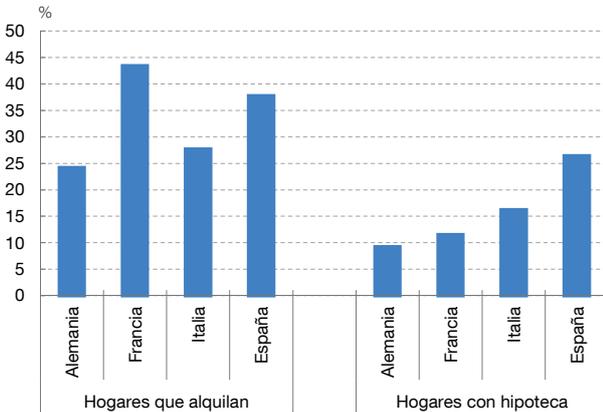
21 Un desarrollo similar se ha observado en Alemania; véase Dustmann, Fitzenberger y Zimmermann (2018).

22 Véase Anghel y otros (2018).

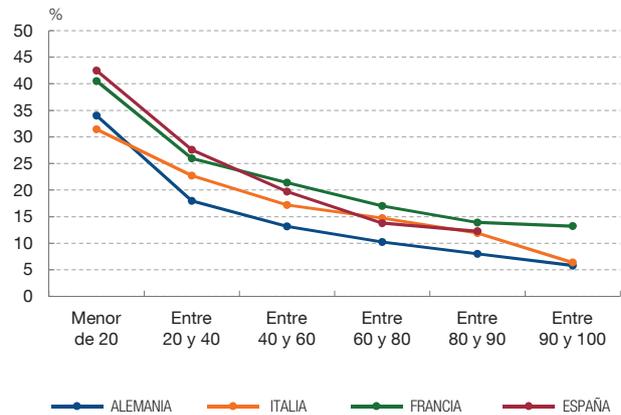
## EN ESPAÑA, DETERMINADOS COLECTIVOS EVIDENCIAN MAYORES DIFICULTADES PARA ACCEDER A LA VIVIENDA QUE EN OTROS PAÍSES DE NUESTRO ENTORNO

España se sitúa entre los países de mayor tamaño de la UEM en los que el gasto en vivienda es más elevado, especialmente en el caso de los hogares más jóvenes y de menor renta. Así, los arrendatarios españoles con rentas inferiores a la mediana dedican al alquiler una fracción de su renta superior a la que se destina en Alemania, Francia o Italia.

1 PORCENTAJE QUE DEDICA MÁS DEL 30 % DE LA RENTA AL PAGO DE LA VIVIENDA EN 2017 (18-34 AÑOS)



2 PORCENTAJE MEDIANO DE LA RENTA DEDICADO AL ALQUILER EN 2017, POR PERCENTILES DE RENTA



FUENTES: Banco de España, con datos de la Encuesta Financiera de las Familias (2017), y *Household Finance and Consumption Survey* (tercera ola).

35 años que dedica más de un 30 % de su renta a un gasto difícilmente ajustable, como es la vivienda, puede estar limitando su capacidad de ahorro<sup>23</sup>.

En la misma línea, los arrendatarios españoles con rentas inferiores a la mediana dedican por lo general un mayor porcentaje de su renta al alquiler que los de Alemania, Francia o Italia. La vivienda es un bien difícilmente divisible, por lo que los arrendatarios tienen que desembolsar un gasto mínimo que constituye una proporción más elevada de la renta para los hogares con menores ingresos. De hecho, en prácticamente todos los países de la OCDE, la proporción de la renta dedicada al alquiler aumenta a medida que disminuyen los ingresos del hogar<sup>24</sup>. Un aumento del coste del alquiler como el experimentado en España eleva el presupuesto dedicado a vivienda sobre todo entre los arrendatarios que hayan tenido más dificultades en cambiar su domicilio, que normalmente son los de menor nivel de renta<sup>25</sup>. Así, en 2017, la proporción de la renta dedicada al alquiler era especialmente elevada entre los hogares españoles cuya renta estaba por debajo de la mediana. Concretamente, entre los hogares en el quintil inferior de renta, la mitad dedicaba

23 Sobre la disponibilidad de riqueza financiera en los hogares españoles para hacer frente a fluctuaciones de renta y precio de los activos, comparada con otras del Eurosistema, véase Slacalek, Tristani and Violante (2020).

24 Véase Godefroy (2018).

25 En Estados Unidos, Notowidigdo (2019) documenta que la probabilidad de cambiar de residencia aumenta con el nivel de educación. Para el caso español, véase González-Chapela (2020).

más del 42 % de su renta al pago del alquiler, en torno a 10 pp más que lo observado en Alemania o Italia (véase gráfico 13.2). En el siguiente quintil de renta, la mitad dedicaba más del 27 %, 10 pp y 5 pp superiores a la proporción que dedicaban los hogares en ese tramo de renta en esos dos países, respectivamente<sup>26</sup>.

### 3.2 Los retos de la intervención pública en el mercado de la vivienda

El funcionamiento adecuado del mercado de la vivienda, y de modo particular el de alquiler residencial, es un factor relevante desde muchas perspectivas, como la macroeconómica, la financiera y la social. La existencia de situaciones de insuficiencia de la oferta de vivienda que derivan en dinámicas alcistas de los precios puede generar problemas de acceso a la vivienda en determinados colectivos y crear ineficiencias y riesgos en el funcionamiento de la economía y el sistema financiero. En el caso concreto del mercado del alquiler, la incapacidad de la oferta para absorber un rápido aumento de la demanda impide un funcionamiento eficiente del mercado de trabajo, al dificultar la movilidad de los trabajadores y de aquellos que buscan empleo. Por otro lado, los incrementos de los precios del alquiler por encima de los aumentos en las rentas del trabajo aumentan tanto la proporción de los hogares cuya capacidad de gasto en otros bienes y servicios se puede encontrar significativamente restringida, como la fracción de la población en riesgo de exclusión social. Estos problemas de accesibilidad también contribuyen a retrasar la formación de hogares jóvenes, con potenciales implicaciones negativas para la tasa de fertilidad<sup>27</sup>. Finalmente, la posible conexión entre los precios de la vivienda y el rendimiento de la inversión en alquiler residencial introduce un posible canal de aceleración abrupta del precio de la vivienda, y potencialmente en el crédito hipotecario, derivado de un funcionamiento ineficiente del mercado del alquiler.

Los problemas de accesibilidad a la vivienda y las consiguientes ineficiencias a nivel macroeconómico se pueden aliviar mediante algunas intervenciones públicas en el mercado del alquiler (véase esquema 2). A nivel internacional, las políticas públicas que se han introducido en este ámbito durante los últimos años se han centrado en aliviar la escasez relativa de vivienda en arrendamiento y en contener subidas acusadas de los precios del alquiler que generan problemas de accesibilidad a la vivienda en algunas de las principales áreas metropolitanas de las economías avanzadas. No obstante, la experiencia internacional muestra la complejidad en el diseño y la implementación de las políticas de vivienda en el mercado del alquiler, así como su necesaria dependencia de un amplio abanico de factores idiosincrásicos propios de cada economía. En particular, la efectividad de las políticas en el mercado del alquiler residencial dependen de su interacción con la situación macroeconómica, de los condicionantes locales del mercado de la vivienda y de su articulación conjunta con otras políticas que también inciden en el mercado de la

26 La OCDE Housing Database ofrece estimaciones del gasto dedicado a vivienda entre los hogares en el quintil inferior de renta disponible, basadas en la Encuesta de Condiciones de Vida. Sus estimaciones para Francia denotan un gasto inferior al que refleja el presente estudio. Por otra parte, Godefroy (2018), utilizando una metodología distinta para la Encuesta de Condiciones de Vida, presenta estimaciones para Francia similares a las mostradas aquí.

27 Barceló y Villanueva (2018).

## LOS RETOS DE LA INTERVENCIÓN PÚBLICA EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA

### EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS EN EL MERCADO DEL ALQUILER DE LA VIVIENDA

Objetivo: Aliviar los problemas de accesibilidad a la vivienda

#### Políticas complejas de diseñar e implementar

Su efectividad depende de:

- su interacción con la situación macroeconómica,
- los condicionantes locales del mercado de la vivienda y
- su articulación conjunta con otras políticas que también inciden en el mercado de la vivienda,
- disponer de datos fiables de la renta de los hogares y los precios de alquiler.

MEDIDAS DIRECTAS	INSTRUMENTACIÓN	VENTAJAS E INCONVENIENTES
Aumentar la oferta agregada de vivienda en arrendamiento a disposición de los colectivos más vulnerables	Combinación de provisión pública de vivienda y de estímulo al sector privado que resulte en un incremento agregado de la oferta	<p>Son las políticas más efectivas, especialmente cuando se concentran en segmentos del mercado con mayor escasez</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— Elevado coste presupuestario, por lo que deben concentrarse en colectivos más vulnerables</li> <li>— Riesgo de desplazar a la oferta privada</li> </ul>
Limitar temporalmente los precios de alquiler de la vivienda	Se aplican en áreas con tensiones importantes de precios para mitigar los problemas de accesibilidad	<p>Se dirigen de forma inmediata a los problemas de sobrecarga del alquiler en el gasto de ciertos colectivos</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>— No atajan las causas subyacentes al problema de accesibilidad</li> <li>— Pueden generar una contracción adicional de la oferta en las áreas reguladas y aumentar los precios fuera de esas áreas</li> </ul>
MEDIDAS INDIRECTAS		
<ul style="list-style-type: none"> <li>— Liberalización de aquellos componentes de la regulación urbanística y del uso del suelo que dificultan la disponibilidad de viviendas en áreas tensionadas</li> <li>— Limitaciones al alquiler turístico por el posible efecto desplazamiento en el alquiler residencial</li> <li>— Políticas que estimulen la profesionalización del mercado de alquiler</li> <li>— Incremento de la seguridad jurídica y reducción de la incertidumbre regulatoria</li> </ul>		

FUENTE: Banco de España.

vivienda, como las fiscales y laborales, y que afectan a la dinámica de las rentas de los hogares que demandan una vivienda de alquiler<sup>28</sup>.

28 Una discusión de la experiencia internacional relativa a las políticas públicas en el mercado del alquiler de vivienda, así como una revisión de las evaluaciones disponibles sobre los efectos de las intervenciones más relevantes, puede encontrarse en López-Rodríguez y Matea (2020).

Las políticas de vivienda que parecen más efectivas son aquellas que incrementan de manera estable la oferta de vivienda en arrendamiento a disposición de los colectivos más vulnerables. En principio, el incremento estable de la oferta de vivienda en alquiler es la fórmula más apropiada para atacar de manera persistente las causas que explican el incremento excesivo de los precios y es más efectiva cuando se concentra en aquellos segmentos del mercado con una mayor insuficiencia relativa de vivienda a precios asequibles. Este tipo de políticas suelen instrumentarse a través de una combinación de estímulos al sector privado para que este facilite un incremento progresivo y sostenido de la oferta y de provisión pública de vivienda de alquiler. En el diseño de este tipo de políticas, resulta esencial evitar un efecto desplazamiento por parte de la provisión pública que reduzca la oferta privada y que, por lo tanto, merme la eficacia de estas medidas<sup>29</sup>.

Las políticas de incremento de la oferta de vivienda en alquiler son costosas, por lo que los recursos deben centrarse en los colectivos con mayores dificultades de accesibilidad a la vivienda. La provisión pública de vivienda en las economías avanzadas ha retrocedido en las últimas décadas tanto por su elevado coste presupuestario como por las dificultades que presenta este tipo de intervención. Por ello, los recursos públicos se han dirigido a incentivar la participación del sector privado en la oferta de vivienda en alquiler a través de un incremento en la seguridad jurídica de la oferta y de la dotación de garantías y beneficios fiscales<sup>30</sup> por parte del sector público<sup>31</sup>. En un contexto de espacio fiscal limitado, el siempre necesario uso eficiente de los recursos públicos requiere de una implementación mucho más selectiva y eficaz. Adicionalmente, los recursos deben concentrarse entre los colectivos más vulnerables (jóvenes y hogares con rentas bajas), que, como se ha documentado anteriormente, son los más afectados por los problemas de accesibilidad a la vivienda.

El grado de seguridad jurídica y el marco regulatorio al que se enfrentan los propietarios de vivienda arrendada inciden en el volumen de oferta privada de alquiler de vivienda. En este sentido, la evidencia internacional muestra que el grado de protección jurídica efectiva de los propietarios de la vivienda arrendada está relacionado con el desarrollo y el tamaño del mercado del alquiler residencial<sup>32</sup>. En particular, el establecimiento

---

29 En el caso de Estados Unidos, Sinai y Waldfogel (2005) muestran evidencia del impacto de los programas de provisión pública de vivienda en la oferta agregada de vivienda en alquiler. En concreto, estiman un efecto desplazamiento, en promedio, de dos tercios de la oferta privada de alquiler residencial como consecuencia de los programas de provisión pública de vivienda social. Este efecto fue particularmente relevante en áreas metropolitanas, en las que se detectó una menor demanda de alquiler residencial.

30 Los incentivos fiscales a la oferta se han considerado preferibles a los clásicos subsidios de apoyo a la demanda de alquiler. En contextos de dinámica alcista de los precios del alquiler causada por la existencia de una oferta rígida, los subsidios se trasladarían a los precios, resultando en una política ineficaz y costosa para las arcas públicas [Susin (2002) y Gibbons y Manning (2006)].

31 Un ejemplo de este tipo de intervenciones es el programa LIHTC (*Low Income Housing Tax Credit*) en Estados Unidos. Este programa permite la asignación de créditos fiscales a los promotores inmobiliarios que construyan o rehabiliten vivienda de alquiler residencial para hogares con bajos niveles de renta. La regulación establece, además, unos rangos en los que deben fijarse los precios del alquiler, situados por debajo de los del mercado, y las viviendas construidas con el apoyo de este tipo de programa deben mantener las condiciones de alquiler social durante treinta años. Desde su creación en 1986, este programa ha producido más de 2,5 millones de viviendas para hogares con bajos niveles de renta, y ha constituido el principal programa de provisión de vivienda de alquiler para hogares con bajos niveles de renta en Estados Unidos [Desai *et al.* (2010) y Collinson *et al.* (2016)].

32 Para más detalles, véase Casas-Arce y Saiz (2010).

de amplios plazos en la duración mínima de los contratos de arrendamiento, la fijación de reglas de actualización que limitan el incremento de las rentas del alquiler a lo largo de extensos plazos de los contratos, o la existencia de restricciones a las cláusulas de rescisión, por ejemplo en el caso de impagos recurrentes o daños en la vivienda arrendada, reducen la oferta de vivienda en alquiler y desincentivan la entrada de nuevos agentes en el mercado de arrendamiento de vivienda. En contextos de insuficiencia de la oferta privada, se ha justificado la necesidad de reforzar las políticas que dotan de una mayor seguridad jurídica y certidumbre regulatoria a los propietarios que se planteen arrendar sus viviendas<sup>33</sup>. Estas políticas pueden modularse en función de los problemas de accesibilidad a la vivienda de determinados colectivos y en mercados específicos, introduciendo, por ejemplo, cierto grado de protección a través de la estabilización de las rentas del alquiler durante un plazo mínimo de la duración del contrato<sup>34</sup>.

El incremento de la oferta agregada de alquiler podría requerir de un papel más activo de los inversores mayoristas que canalicen hacia este sector una parte relevante de la capacidad de ahorro de la economía. Esta movilización del ahorro también podría tener la ventaja de generar un aumento de la eficiencia en las carteras de inversores minoristas. No obstante, la principal ganancia derivada de una mayor profesionalización del sector sería la esperada reducción de los costes de gestión y búsqueda de viviendas en alquiler, así como las mayores posibilidades que tienen los inversores institucionales de diversificar el riesgo de impago, en comparación con los inversores minoristas, al contar con carteras formadas por un elevado número de contratos. De acuerdo con la literatura especializada, la existencia de estos costes y riesgos desincentiva la oferta por parte de inversores minoristas, contribuyendo por esta vía a una menor oferta y al incremento de los precios del alquiler. En este sentido, la dotación de mayor seguridad jurídica y estabilidad por parte del marco regulatorio, complementada con la existencia de beneficios fiscales dirigidos a la oferta mayorista, estimularía una mayor presencia de estos agentes en el mercado del alquiler.

La rigidez en el corto plazo de la oferta de alquiler ha dado lugar en algunos casos a la introducción de medidas temporales que limitan los precios del alquiler. En los últimos años, se han adoptado en algunas grandes ciudades medidas que pretenden limitar de manera temporal el crecimiento de los precios del alquiler de vivienda con el objetivo de mitigar los problemas de accesibilidad en áreas especialmente tensionadas. Esta medida presenta el atractivo de dirigirse de forma inmediata a los problemas de sobrecarga del alquiler en el gasto de ciertos colectivos y, en principio, no requiere nuevos recursos presupuestarios. No obstante, los controles de precios no atajan la principal causa subyacente al problema, que es la insuficiencia de la oferta para satisfacer la demanda, y, de hecho, podrían generar una contracción adicional de la oferta en las áreas reguladas, así

---

33 Por ejemplo, a través de incrementos en las cuantías de las fianzas, depósitos o avales en el momento de la firma del contrato de arrendamiento o con la suscripción de seguros de impago por parte de los inquilinos. Al mismo tiempo, algunos trabajos muestran que la existencia de mecanismos de desahucio ágiles y efectivos en el caso de impagos o daños en la vivienda arrendada constituye un mecanismo importante de aseguramiento para los propietarios de una vivienda en alquiler [Djankov *et al.* (2003) y OCDE (2016)].

34 Véanse, por ejemplo, Arnott (1995) y Favilukis *et al.* (2019).

como un incremento en el medio plazo de los precios fuera de esas áreas. En este sentido, la evidencia internacional disponible confirma el riesgo de aparición de efectos adversos potencialmente significativos, especialmente cuando los controles de precios se mantienen durante períodos prolongados<sup>35</sup>.

Las intervenciones indirectas que aumenten la oferta de alquiler residencial son una herramienta adicional para estabilizar los precios en este mercado. A nivel internacional, las políticas indirectas se han centrado en detectar y recalibrar aquellos componentes de la regulación urbanística y del uso del suelo que dificultan la disponibilidad de viviendas en áreas tensionadas. De manera complementaria, en ciudades con una elevada densidad de actividad turística en sus núcleos urbanos, se han introducido limitaciones al alquiler turístico por el posible efecto desplazamiento de viviendas potencialmente destinadas a la vivienda residencial a un uso turístico<sup>36</sup>.

En todo caso, el diagnóstico adecuado de los problemas de accesibilidad a la vivienda de los hogares y la articulación de políticas públicas requieren de datos administrativos fiables sobre la renta de los hogares y los precios del alquiler. Además de la disponibilidad actualizada de este tipo de información, resulta fundamental que las estadísticas en las que se basen las políticas públicas consideren la existencia de efectos composición en la vivienda alquilada debidos a su heterogeneidad temporal y geográfica. La consideración de estos efectos composición permitiría, por ejemplo, construir índices de precios comparables entre áreas geográficas y en el tiempo.

En los últimos años, en España se han adoptado varias medidas para tratar de mitigar los problemas de accesibilidad a la vivienda de alquiler y aumentar la oferta de vivienda en arrendamiento. En el ámbito de las políticas que intentan mitigar de manera directa los problemas de accesibilidad a la vivienda de alquiler destacan las medidas introducidas en el Real Decreto-Ley 7/2019 relativas a la duración mínima de los contratos, las reglas de actualización de las rentas del alquiler y la fijación de las cuantías máximas en las garantías de los inquilinos en favor de los propietarios. En concreto, desde 2019 España se halla entre las economías de la OCDE con una mayor duración mínima de los contratos, al situarse esta duración entre cinco años en el caso de que el arrendador sea una persona física y siete años en el caso de las personas jurídicas. Al mismo tiempo, se establece un incremento máximo de las rentas del alquiler durante la duración de los

---

35 Entre los efectos adversos documentados por la literatura económica destacan la reducción tanto de la inversión residencial como de los gastos de mantenimiento de las viviendas; los cambios de composición en la oferta hacia segmentos del mercado con mayor poder adquisitivo que no se encuentran regulados; la segmentación de la población en función de sus condiciones socioeconómicas, o la reducción de la movilidad de los trabajadores que no desean perder un arrendamiento inferior al precio de mercado.

36 Por ejemplo, en algunas ciudades se ha introducido: i) la necesidad de concesión de una licencia para la actividad turística en una vivienda residencial, la cual tiene que cumplir los requisitos establecidos por el municipio (por ejemplo, en París, Berlín o San Francisco); ii) el establecimiento de un impuesto sobre el desarrollo de esta actividad (por ejemplo, en Ámsterdam, Bruselas, París, Roma, Florencia, Lisboa, Praga o San Francisco), y iii) la fijación de estrictas limitaciones en el número máximo de días que una vivienda puede destinarse al alquiler vacacional (Ámsterdam, Londres o París). De manera adicional, algunas grandes ciudades han fijado regulaciones que limitan la posibilidad de realizar alquiler vacacional cuando la vivienda no es la residencia habitual del propietario o han limitado las visitas por períodos cortos en la vivienda habitual (por ejemplo, en Nueva York, Berlín o San Francisco).

contratos, estableciendo la evolución del IPC como el límite máximo para la actualización de las rentas. En relación con las garantías en favor de los propietarios, los nuevos inquilinos pueden constituir fianzas, avales o depósitos por un importe mínimo de un mes y un máximo de tres meses, en línea con el promedio de los países de la OCDE<sup>37, 38</sup>.

Por otro lado, las intervenciones destinadas a incrementar la oferta de alquiler se han basado, principalmente, en la introducción de beneficios fiscales que incentivan la oferta por parte del sector privado. En particular, existe una exención en las rentas del capital inmobiliario derivadas del arrendamiento de vivienda que tributan en el IRPF, así como beneficios fiscales a las sociedades de inversión inmobiliaria que dedican recursos al arrendamiento de inmuebles<sup>39</sup>.

Los recursos destinados a la provisión pública de vivienda en alquiler en España han sido tradicionalmente escasos, centrándose el esfuerzo presupuestario sobre todo en la financiación pública de la vivienda en propiedad, a precios normalmente inferiores a los del mercado, a través de los programas de la Vivienda de Protección Oficial (VPO)<sup>40</sup>. No obstante, en los últimos años se observa una tendencia a modificar esta orientación de la política de vivienda pública y a asignar una mayor relevancia al alquiler social<sup>41</sup>. Por ejemplo, se han reforzado las subvenciones a los promotores de vivienda de alquiler a precios reducidos. Estas ayudas se destinan a la promoción o rehabilitación de vivienda, condicionada a que tanto los ingresos de los inquilinos como la renta del alquiler no superen las cuantías fijadas en umbrales determinados.

---

37 Véase OCDE (2019).

38 El Real Decreto-ley 7/2019 también modifica los procedimientos de desahucio de la vivienda habitual, incrementando los plazos cuando estos afecten a hogares especialmente vulnerables. En concreto, se establece la necesidad de un trámite de comunicación a los servicios sociales, y que la determinación de la situación de vulnerabilidad de los hogares producirá la suspensión del procedimiento hasta que se adopten las medidas que los servicios sociales estimen oportunas por un plazo máximo de un mes, o de tres meses cuando el demandante sea persona jurídica.

39 La principal intervención para estimular el aumento de la oferta de vivienda en alquiler por parte de las personas jurídicas fue la mejora en 2013 del régimen fiscal de las SOCIMI. En particular, se exime del pago del impuesto de sociedades a las rentas inmobiliarias no distribuidas siempre que los bienes inmuebles estén arrendados durante al menos tres años. No obstante, las rentas percibidas por los inversores finales de estos vehículos están sujetas al pago de impuestos.

40 Los programas de construcción de VPO aportaron en promedio anual más de 60.000 viviendas en el período 1995-2012. De acuerdo con la información sobre promociones de VPO, en el período 2005-2012 solo en torno a un 20% de estas viviendas fueron en régimen de alquiler [López-Rodríguez y Matea (2019)].

41 Las políticas de vivienda se articulan a partir del Plan Estatal de Vivienda en el que se establece el marco de actuación, los principales objetivos de la política, los requisitos para acceder a las ayudas públicas y buena parte de la dotación presupuestaria. Estas políticas las ejecutan, principalmente, las autoridades autonómicas y locales con competencias en materia de vivienda.

## 4 Una evaluación de los posibles riesgos asociados al mercado inmobiliario residencial español antes del Covid-19

### 4.1 La evolución de los precios y sus determinantes

Los indicadores de valoración disponibles, a finales de 2019, y por tanto antes de la irrupción de la pandemia del Covid-19, sugerían que el precio medio de la vivienda en España podría encontrarse entonces cerca de su nivel de equilibrio de largo plazo. Dada la dificultad de estimar estos niveles de equilibrio, el Banco de España utiliza una amplia batería de indicadores basados en distintas metodologías. Los datos más recientes, correspondientes al último trimestre de 2019, evidencian que las desviaciones en relación con el nivel de equilibrio estimado se situaban en un rango relativamente acotado y no detectaban indicios claros de sobrevaloración (véase gráfico 14.1). La pauta creciente de los precios de los últimos años habría ido cerrando la brecha negativa que se acumuló durante la crisis financiera, cuando la valoración de estos activos inmobiliarios habría llegado a situarse muy por debajo del nivel compatible con sus determinantes de largo plazo (como las rentas, los tipos de interés y las variables demográficas), tras la fuerte caída durante el período recesivo. No obstante, dada la elevada heterogeneidad en la evolución de los precios a nivel regional, es conveniente completar este diagnóstico basado en datos agregados con información más granular.

Las estimaciones basadas en datos a nivel provincial confirman la ausencia de indicios claros de sobrevaloración, a finales de 2019, para la gran mayoría de las provincias españolas. Como se observa en el gráfico 14.2, de acuerdo con estas estimaciones, los precios medios de la vivienda se situaban a finales de 2019 algo por debajo de su nivel de equilibrio de largo plazo para más del 90 % de las provincias<sup>42</sup>. Se observa, además, una dispersión entre provincias de este indicador que es relativamente reducida en términos históricos. Por otra parte, este enfoque proporciona unas señales similares a las que se obtienen utilizando los indicadores agregados. En particular, se identifican dos períodos con indicios claros de sobrevaloración: a finales de los años ochenta del siglo pasado y durante los años anteriores a la última crisis. En todo caso, conviene destacar que esta aproximación no permite identificar posibles episodios de sobrevaloración a nivel más granular (municipios o distritos de ciudades), por lo que no puede descartarse en algunos casos la existencia de precios significativamente desalineados con respecto a los valores justificados por los fundamentos económicos.

### 4.2 Riesgos crediticios

En conjunto, se estima que los riesgos de crédito para las entidades de depósito asociados a sus exposiciones al sector inmobiliario residencial eran, a finales de 2019, relativamente contenidos. Ello es así porque, por una parte, el peso en sus balances del crédito relacionado

<sup>42</sup> La metodología utilizada puede consultarse en Álvarez y García-Posada (2019).

Gráfico 14

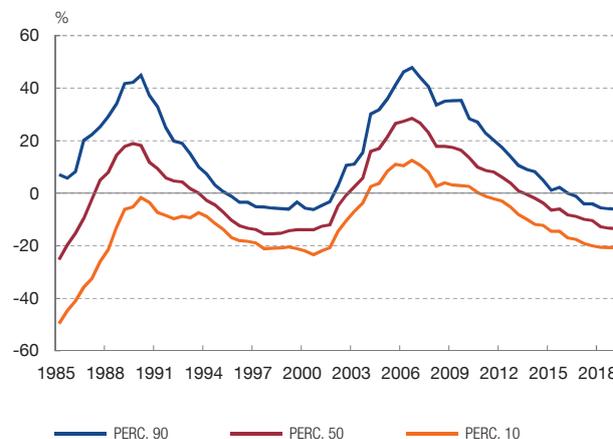
**A FINALES DE 2019, NO HABÍA INDICIOS DE SOBREVALORACIÓN DE LA VIVIENDA NI A NIVEL AGREGADO NI A NIVEL PROVINCIAL**

Los indicadores y modelos de valoración de la vivienda no mostraban signos de sobrevaloración a nivel nacional ni para la gran mayoría de las provincias.

1 INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (a)



2 DISTRIBUCIÓN POR PROVINCIAS DE LAS DESVIACIONES DE LOS PRECIOS DE VIVIENDA DE SU NIVEL DE EQUILIBRIO A LARGO PLAZO ESTIMADO



FUENTES: Álvarez y García-Posada (2019) y Banco de España.

a Se presenta el máximo y el mínimo de cuatro indicadores de desequilibrio. Los dos primeros son brechas calculadas como la diferencia entre el valor de la variable de interés en cada período y su tendencia de largo plazo para: i) los precios de la vivienda en términos reales, y ii) la ratio de precios de la vivienda sobre la renta disponible de los hogares. Los dos últimos indicadores están basados en modelos econométricos. El primero de ellos, en una estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios del precio de la vivienda, en términos reales, sobre la renta disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas. El segundo, en un modelo de corrección del error en el que, en el largo plazo, el precio de la vivienda, en términos reales, depende de la renta disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas. En todos los casos, las tendencias de largo plazo son obtenidas con un filtro de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro suavizado igual a 400.000.

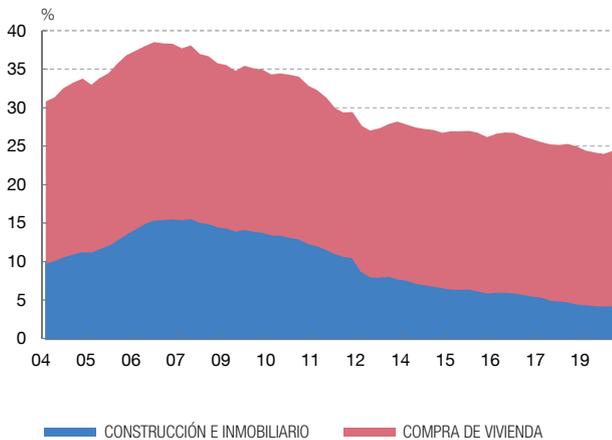
con este sector era relativamente reducido, especialmente el vinculado con el sector de la construcción y con la promoción inmobiliaria, que es el componente que suele llevar asociado un riesgo más elevado (véase gráfico 15.1). Además, los estándares crediticios más prudentes en comparación con los años previos a la última crisis (menores ratios préstamos-valor de adquisición, plazos de vencimientos más cortos) tienden a reducir la probabilidad de impagos futuros. En efecto, como muestra el gráfico 15.2, después de aumentar considerablemente hasta 2007 y disminuir abruptamente desde el comienzo de la crisis financiera, el riesgo de impago estimado de las hipotecas habría permanecido estable durante los últimos años en un nivel históricamente bajo<sup>43</sup>. El índice de endeudamiento hipotecario en riesgo, que aparece en el mismo gráfico y se construye como el producto entre dicha probabilidad y el importe de las nuevas operaciones de crédito, también sugiere que el valor de la deuda en riesgo era, a finales de 2019, relativamente reducido en comparación con su serie histórica. En el mismo gráfico se observa que dicho indicador aumentó de forma intensa durante los años anteriores a la crisis iniciada en 2008, como reflejo tanto de la expansión del crédito como de la relajación excesiva de los estándares crediticios.

43 La probabilidad de impago se estima mediante un modelo que identifica su asociación con los estándares crediticios en el momento de concesión de las hipotecas y otras características del prestatario y del colateral. Para más detalles sobre el modelo estimado, véase Galán y Lamas (2019).

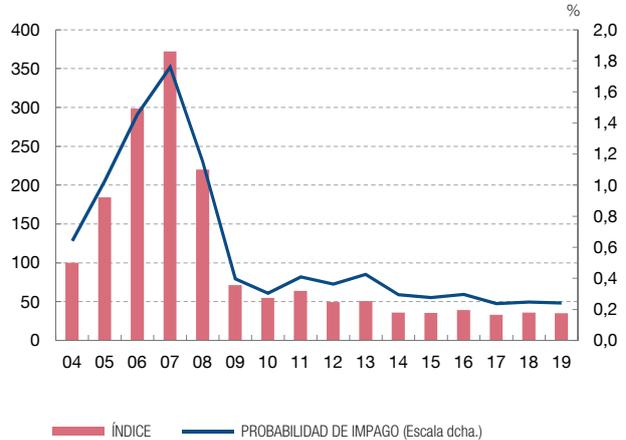
## A FINALES DE 2019 EL RIESGO CREDITICIO PARA LOS BANCOS ASOCIADO AL SECTOR INMOBILIARIO ERA RELATIVAMENTE REDUCIDO

Tras el inicio de la última crisis, se ha venido reduciendo el peso en el balance de los bancos de los créditos a la compra de vivienda y del sector de la construcción e inmobiliario. Asimismo, el riesgo de impago estimado de las hipotecas ha permanecido estable en niveles históricamente bajos en los últimos años.

1 PESO EN EL BALANCE DE LOS BANCOS DEL CRÉDITO AL SECTOR INMOBILIARIO



2 ÍNDICE DEL ENDEUDAMIENTO HIPOTECARIO EN RIESGO (a)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores, y Galán y Lamas (2019).

a El índice recoge el riesgo de la nueva financiación hipotecaria teniendo en cuenta el volumen de crédito concedido y los estándares crediticios.

En concreto, su nivel a finales del pasado año sería menos de la mitad del registro observado en 2004 y 10 veces inferior al del pico de 2007, justo antes del inicio de la crisis. Este resultado muestra que, si bien el acceso más difícil a la vivienda en propiedad por parte de aquellos colectivos con mayor probabilidad de impago de las hipotecas plantea problemas de accesibilidad a la vivienda que es necesario abordar, los riesgos para la estabilidad financiera se habían visto reducidos de forma significativa.

Es importante subrayar que el análisis anterior se basa exclusivamente en el volumen de operaciones de crédito y en las condiciones en las que este se concede en cada momento, pero no tiene en cuenta las perspectivas macroeconómicas. En este sentido, un deterioro abrupto de estas causado por una perturbación adversa como, por ejemplo, la epidemia del Covid-19 incidirá sin duda sobre la calidad crediticia de los balances. En todo caso, el hecho de que esta perturbación se produzca en un momento en el que los indicadores de riesgo comentados anteriormente sean reducidos es un elemento que contribuye a limitar los posibles efectos amplificadores de esta perturbación sobre el sistema financiero y la economía en su conjunto.

### 4.3 Riesgos para la actividad económica

Los riesgos para la actividad económica asociados a la situación del mercado inmobiliario a finales de 2019 serían también limitados. Por una parte, el hecho de que la expansión

del mercado inmobiliario de los últimos años no haya venido acompañada de una sobrevaloración generalizada y significativa de la vivienda es un factor que mitiga el alcance de posibles caídas futuras en los precios, lo que limita los eventuales efectos riqueza negativos. Además, cabría esperar que el hecho de que la riqueza inmobiliaria tienda a estar más concentrada entre los hogares de mayor renta y riqueza contribuya a moderar en cierto modo los efectos de la hipotética reducción de la riqueza inmobiliaria en el gasto total de los hogares, si bien el aumento de la tenencia de estos activos como inversión de los hogares para su oferta en el mercado del alquiler, que se ha observado durante los últimos años, podría influir en la dirección contraria. Por otra parte, el tamaño actual del sector inmobiliario relativamente bajo, en términos del empleo o de inversión, implica que una eventual crisis inmobiliaria tendría efectos macroeconómicos comparativamente más moderados que los registrados durante la crisis que se inició en 2008 (véase gráfico 1). Concretamente, el impacto sobre el PIB de una caída de la inversión residencial de un tamaño dado sería en 2019 aproximadamente la mitad que en 2007<sup>44</sup>.

#### 4.4 El papel de las políticas macroprudenciales

Tras la aprobación del Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, el Banco de España cuenta con varios instrumentos macroprudenciales que podrá activar en el caso de que detecte un eventual aumento de los riesgos sistémicos percibidos<sup>45</sup>. Entre estos instrumentos se incluyen varios que inciden directamente sobre el mercado inmobiliario. Desde el punto de vista de los instrumentos de capital, que afectan directamente a los bancos, el Banco de España podrá establecer un colchón anticíclico sectorial sobre las exposiciones inmobiliarias, tanto hipotecarias como las relativas a las actividades de construcción y promoción inmobiliaria. Tras la aprobación, en 2019, de una revisión del marco macroprudencial europeo<sup>46</sup>, esta herramienta se verá complementada con la introducción de un colchón contra riesgos sistémicos sectoriales, que también se podrá aplicar sobre exposiciones inmobiliarias para aquellos riesgos sobre los que no incida el colchón de capital anticíclico.

Adicionalmente, el Banco de España podrá establecer límites sobre las condiciones de concesión de los préstamos, cuando estime que las condiciones existentes ponen en riesgo la estabilidad financiera. En particular, existirá la posibilidad de establecer límites máximos sobre la ratio entre el préstamo y el valor del colateral, sobre la ratio de deuda sobre ingresos del prestatario o sobre los plazos de vencimiento de las hipotecas. No obstante, se podrá permitir que un porcentaje acotado de las hipotecas nuevas exceda estos límites para mitigar el impacto de la medida sobre los colectivos más desfavorecidos. Finalmente, como recurso de última instancia, el Banco de España podrá introducir límites

44 Concretamente, según el modelo macroeconómico trimestral del Banco de España, una caída del 10 % en la inversión residencial tendría un efecto contractivo acumulado sobre el PIB durante los dos primeros años de 0,6 pp en 2019, mientras que el efecto de esta misma perturbación en 2007 sería de 1,3 pp.

45 Tras la habilitación otorgada a través del Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, el Banco de España se encuentra actualmente desarrollando la legislación secundaria, por medio de una circular, para concretar los detalles técnicos sobre las nuevas herramientas macroprudenciales.

46 La Directiva UE 2019/878 (CRD-V) y el Reglamento UE 2019/876 (CRR-II).

sobre la concentración sectorial de las exposiciones bancarias, lo que podría evitar alcanzar los elevados niveles de concentración del sector bancario en actividades inmobiliarias que se produjeron en los años previos a la última crisis inmobiliaria.

Hasta la fecha ninguna de estas medidas se ha activado en España, ya que se valora que los riesgos sistémicos de esta naturaleza se encuentran contenidos, pero podrían activarse en un futuro si este diagnóstico cambia. Otros países europeos han introducido durante los últimos años distintas medidas macroprudenciales en un contexto de aumento de los riesgos sistémicos identificados, vinculados en muchos casos a la situación de sus respectivos mercados inmobiliarios.

## 5 Conclusiones

En este trabajo se han revisado los principales rasgos de la evolución del mercado de la vivienda en España durante la última etapa expansiva, entre los años 2014 y 2019 y, por consiguiente, no cubre el posible impacto que sobre este mercado tendrá la actual crisis provocada por la pandemia de Covid-19.

Aunque la oferta inmobiliaria ha avanzado con fuerza en el periodo expansivo analizado, los indicadores durante este tiempo se han situado en niveles relativamente moderados desde una perspectiva histórica, evolución que se explica fundamentalmente por el débil crecimiento de la población durante dicho período. Por otra parte, destaca el notable aumento acumulado de los precios de los alquileres, que responde a un incremento de la demanda de vivienda en alquiler, especialmente entre los jóvenes, que no ha podido ser absorbido por la oferta. Otra característica del reciente período de expansión ha sido el recurso al crédito comparativamente menor que refleja los cambios en las características de los compradores de vivienda, con un mayor peso de los que tienen menores necesidades de financiación por contar con ahorros acumulados, lo que en parte está vinculado con unas condiciones crediticias más exigentes. Por último, destaca la elevada heterogeneidad regional del dinamismo de la actividad y los precios, que se explica en buena medida por el desigual crecimiento de la población en distintas zonas.

La evidencia presentada en este trabajo apunta a que durante los últimos años han aumentado las dificultades para el acceso a la vivienda para determinados colectivos, como los jóvenes, los hogares con rentas más bajas y los que residen en áreas metropolitanas. La existencia de estas dificultades genera retos sociales importantes e ineficiencias macroeconómicas. La intervención pública en el mercado del alquiler puede contribuir a aliviar estos problemas. De entre las distintas medidas, las que parecen más efectivas para este fin son aquellas que se centran en incrementar de manera estable la oferta de vivienda en arrendamiento a disposición de los colectivos más vulnerables. Este tipo de políticas suelen instrumentarse a través de una combinación de estímulos al sector privado para que facilite un incremento progresivo y sostenido de la oferta y de provisión pública de vivienda de alquiler. También podrían considerarse políticas centradas en detectar y recalibrar aquellos componentes de la regulación urbanística y del uso del suelo que dificultan la disponibilidad de viviendas en áreas tensionadas.

Por último, este trabajo muestra cómo, a diferencia con lo ocurrido durante la etapa expansiva previa a la crisis financiera iniciada en 2008, la evolución del mercado inmobiliario de los últimos años no ha venido acompañada de un sobredimensionamiento del sector inmobiliario ni de una sobrevaloración generalizada y significativa de la vivienda. Ello es un importante elemento mitigador que debería contribuir a limitar los posibles efectos amplificadores sobre el sistema financiero y la economía en su conjunto de perturbaciones exógenas como la asociada a la pandemia del Covid-19.

En efecto, la pandemia del Covid-19, en la medida en que va a generar un profundo efecto contractivo sobre las rentas y la actividad económica, al menos en el corto

plazo, previsiblemente impactará en la situación del mercado inmobiliario. Las medidas temporales aprobadas por el Gobierno para aliviar la presión financiera de los segmentos más vulnerables, como la moratoria de las hipotecas o el aplazamiento del pago de los alquileres, contribuirán a mitigar alguno de estos efectos en el corto plazo. Existe una mayor incertidumbre sobre los efectos de más medio plazo sobre el mercado inmobiliario de esta perturbación, así como sobre el impacto de las medidas introducidas. En relación con estas últimas, conviene evitar que se generen distorsiones en el mercado del alquiler que acaben mermando su seguridad jurídica, lo que desincentivaría el necesario incremento de la oferta para absorber el aumento estructural de la demanda documentado en este trabajo.

**CAMBIOS EN LA RELACIÓN PRÉSTAMO -PRECIO Y LA DINÁMICA DEL MERCADO INMOBILIARIO**

La ratio préstamo-precio de la vivienda (LtP, por sus siglas en inglés) mide el porcentaje del valor de compra de una vivienda que se financia con un préstamo hipotecario. Combinando información sobre las constituciones de nuevas hipotecas con los precios de transmisión de vivienda inscritos en el Registro de la Propiedad, se observa que la ratio mediana préstamo-precio de la vivienda ha caído desde un máximo del 107 % en 2007 al 80 % a partir de 2012<sup>1</sup>. Al mismo tiempo, tal y como se documenta en este trabajo, durante este período se ha retrasado la formación de nuevos hogares y, entre los hogares que se han formado, se observa un aumento de la tendencia a alquilar.

Es difícil establecer la dirección de la causalidad entre la caída de la ratio préstamo-precio y los cambios en la tasa de tenencia de vivienda en propiedad. Una posibilidad es que los hogares hayan percibido un mayor riesgo de pérdida de su empleo desde el inicio de la recesión de 2008, con lo que podrían haber optado por no comprar vivienda o, en caso de adquirirla, financiar la compra con un menor volumen de deuda. En este caso, la caída de la ratio préstamo-precio sería consecuencia de un descenso de la demanda de crédito. Otra posibilidad es que las entidades financieras hayan aplicado criterios más estrictos de concesión de créditos a partir de 2008, y hayan optado por requerir a los compradores que financien con fondos propios una parte mayor del precio de la vivienda<sup>2</sup>. En este caso, la caída de la ratio préstamo-precio sería la causa de los cambios observados en la tenencia de vivienda.

En este recuadro, se explota la información desagregada sobre hogares y municipios durante el período 2004-2014 para, en primer lugar, analizar si los factores relativos a la oferta crediticia han contribuido a la caída observada tras la crisis en el uso de la financiación bancaria y, en segundo lugar, para caracterizar de forma más precisa la relación entre la caída de la ratio préstamo-precio y el acceso a la vivienda y al crédito. En este sentido, es importante notar que el ajuste de esta ratio ha variado entre municipios (véanse gráficos 1 y 2). Por ejemplo, mientras que para las compraventas de vivienda efectuadas en el período 2004-2007 la ratio préstamo-precio mediana excedía el 120 % en Sevilla, esta misma ratio se situaba en torno al 100 % en el área urbana de Barcelona o en Madrid y era inferior al 90 % en el promedio de los municipios de Bizkaia. En cambio, a partir de 2012, la ratio mediana préstamo-precio se sitúa en el 80 % en prácticamente todos los municipios considerados.

La variación geográfica de esta caída de la ratio préstamo-precio permite comparar el acceso al crédito y a la vivienda de individuos similares en localidades con ajustes diferentes en dicha ratio. El análisis se basa en regresiones lineales en una muestra que enlaza, para cada municipio, la EFF (2004-2014) con los datos de constitución de hipotecas del Registro de la Propiedad (2004-2014). Las variables explicativas son el grupo de edad del individuo, la ratio mediana préstamo-precio de la vivienda y la interacción entre ambas. El grupo omitido es el de los individuos mayores de 45 años, por ser este el que está en una fase del ciclo vital en la que la sensibilidad del gasto en vivienda a la ratio

Gráfico 1  
MEDIANA RATIO PRÉSTAMO - PRECIO DE NUEVAS OPERACIONES. MADRID



Gráfico 2  
MEDIANA RATIO PRÉSTAMO - PRECIO DE NUEVAS OPERACIONES. BIZKAIA



**FUENTE:** Banco de España, utilizando la Encuesta Financiera de las Familias (2002-2014), enlazada con datos del Registro de la Propiedad.

1 Véase O. Bover, M. Torrado y E. Villanueva (2019), «La ratio préstamo-valor en la economía española: 2004-2016» Boletín Económico, 1/2019, Banco de España, y J. E. Galán y M. Lamas (2019), *Beyond the LTV Ratio: New Macroprudential lessons from Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1931, Banco de España.  
2 Por ejemplo, la Circular 3/2010 recomendó a las entidades bancarias que calcularan las ratios préstamo-valor utilizando el menor entre el valor de la vivienda inscrito en el Registro y el valor de tasación. Dado que los valores de tasación excedían en la expansión entre 2004-2007 a los precios registrados, esta circular habría supuesto una reducción de las ratios préstamo-valor [véanse Bover, Torrado y Villanueva (2019) y Galán y Lamas (2019)].

## CAMBIOS EN LA RELACIÓN PRÉSTAMO -PRECIO Y LA DINÁMICA DEL MERCADO INMOBILIARIO (cont.)

Gráfico 3  
PROBABILIDAD DE QUE UNA SOLICITUD DE PRÉSTAMO SEA RECHAZADA  
(MENORES DE 35)



Gráfico 4  
PROBABILIDAD DE VIVIR CON LOS PADRES (MENORES DE 35)



FUENTE: Banco de España, utilizando la Encuesta Financiera de las Familias (2002-2014), enlazada con datos del Registro de la Propiedad.

préstamo-precio es relativamente más moderada. Se introducen como regresores adicionales variables cualitativas que contienen información acerca del municipio y año de la encuesta, el género y el nivel educativo<sup>3</sup>.

En primer lugar, se analiza si los factores de oferta de crédito han desempeñado un papel en la reducción de la ratio préstamo-precio, para lo cual se evalúa la tasa de rechazos de las solicitudes de préstamos. Para ello, se supone que individuos de edad y nivel de estudios similares tienen una calidad crediticia parecida aunque soliciten un préstamo en localidades distintas. El gráfico 3 recoge los principales resultados de estas estimaciones. En particular, dicho gráfico compara la evolución de la probabilidad de rechazo de solicitudes de préstamos en un municipio hipotético en el que la ratio mediana LtP hubiera pasado del 100 % al 80 % (como en Madrid) con otro en el que hubiera permanecido constante en el 80 % (como en Bilbao), teniendo en cuenta las características propias y persistentes de cada municipio. Los resultados indican que, durante la expansión que precedió a la crisis iniciada en 2008, en una localidad con una senda de ratios LtP similar a la de Madrid, la tasa de rechazos de préstamos a individuos menores de 35 años habría sido 0,4 pp mayor que los niveles observados (por debajo del 1 %; véase gráfico 3) si la ratio se hubiese situado en el 80 %, en lugar de tomar los valores, más elevados, que efectivamente se registraron durante el período analizado.

En segundo lugar, se examina cómo varía el modo de acceso a la vivienda entre municipios según la caída de la ratio LtP. Los resultados sugieren que, si en un municipio en el que la ratio LtP cayó del 100 % al 80 % dicha ratio hubiese permanecido constante en el 80 % durante todo el período de estudio, tanto la formación de hogares como la tenencia en propiedad habrían sido menores durante la expansión previa a la crisis iniciada en 2008. En concreto, como se puede observar en el gráfico 4, con una senda de la ratio LtP constante, en el 80 %, la fracción de jóvenes menores de 35 años residiendo con sus padres en un municipio como Madrid habría sido 2 pp más alta en el período de 2005-2008. En cambio, en los individuos de entre 35 y 44 años, la proporción de arrendatarios de su vivienda principal habría sido 1,7 pp mayor en ese mismo período, reduciéndose la proporción de propietarios de su vivienda en 2,8 pp (véanse gráficos 5 y 6).

Finalmente, la necesidad de acumular fondos para satisfacer el pago de la entrada para la adquisición de vivienda modifica las pautas de ahorro a lo largo del ciclo vital, por lo que cabría esperar que las características de los compradores hubieran cambiado a lo largo del período analizado<sup>4</sup>. Según los resultados, en un municipio con una caída de la ratio LtP desde el 100 % al 80 %, la probabilidad de que un individuo menor de 35 años comprase una vivienda habría sido 8 puntos menor en la expansión previa a la crisis iniciada en 2008 con una senda constante en el 80 % (la probabilidad de compra por menores de 35 años antes de 2008 se situaba en torno al 40 %; véase gráfico 7). Además,

3 Véase C. Barceló, E. Villanueva y E. Vozmediano (2020), *Cambios en el acceso de los hogares al crédito hipotecario, 2004-2014*, Documentos de Trabajo (en curso de publicación), Banco de España.

4 Véase Y. Aksoy, H. Basso y C. St. Aubyn (2020), *Time Variation in Lifecycle Consumption and Income*, Documentos de Trabajo (en curso de publicación), Banco de España.

**CAMBIOS EN LA RELACIÓN PRÉSTAMO -PRECIO Y LA DINÁMICA DEL MERCADO INMOBILIARIO (cont.)**

si en un municipio con una caída de la ratio desde el 100 % hasta el 80 % se hubiese observado una senda similar a la de Bilbao (LTP estable en el 80 %), la fracción de compradores con riqueza financiera inferior a un mes de renta habría sido un 6 % menor en el anterior ciclo expansivo (véase gráfico 8).

En resumen, el acceso a la vivienda durante el período de reducción de las ratios préstamo - precio observado entre 2008 y 2012 ha variado por grupos de edad. En los municipios en los que más disminuyó dicha ratio, los más jóvenes redujeron su gasto en vivienda y pospusieron la edad de emancipación,

mientras que los que tenían entre 35 y 44 años recurrieron en mayor medida al alquiler. Además, el aumento observado de la tasa de rechazos de préstamos en los municipios donde más caían dichas ratios indica que los factores de oferta de crédito han desempeñado un papel a la hora de explicar estos resultados. No obstante, es importante tener en cuenta que este recuadro no cuantifica la contribución relativa de los factores de oferta en la caída de la tasa de propiedad, y que durante el período han podido operar factores de demanda asociados a la elevada inestabilidad del empleo y las rentas de los jóvenes, así como a caídas en su nivel de renta<sup>5</sup>.

Gráfico 5  
PROBABILIDAD DE AQUILAR LA VIVIENDA PRINCIPAL (35-45 AÑOS)



Gráfico 6  
PROBABILIDAD SER PROPIETARIO DE LA VIVIENDA PRINCIPAL (35-45 AÑOS)



Gráfico 7  
NUEVOS COMPRADORES DE VIVIENDA: PROBABILIDAD DE QUE SEAN MENORES DE 35 AÑOS



Gráfico 8  
NUEVOS COMPRADORES DE VIVIENDA: PROBABILIDAD DE QUE TENGAN RIQUEZA FINANCIERA INFERIOR A UN MES DE RENTA



— SENDA LTP SIMILAR A MADRID — SENDA LTP ESTABLE 80%, SIMILAR A BILBAO

FUENTE: Banco de España, utilizando la Encuesta Financiera de las Familias (2002-2014), enlazada con datos del Registro de la Propiedad.

5 Existe evidencia empírica de que la inestabilidad laboral a la que se enfrentan los jóvenes españoles ha retrasado la formación de hogares [véase C. Barceló y E. Villanueva (2018), *The Risk of Job Loss, Household Formation and Housing Demand: Evidence from Differences in Severance Payments*, Documentos de Trabajo, n.º 1849, Banco de España]. En Estados Unidos, la volatilidad de los ingresos de la generación nacida en torno a 1980 ha contribuido a reducir su tasa de propiedad [véase G. Paz-Pardo (2020), *Homeownership and Portfolio Choice over the Generations*, manuscrito, University College of London].

## UN ANÁLISIS DE LOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL CAMBIO RECIENTE EN LAS DECISIONES DE TENENCIA DE VIVIENDA EN PROPIEDAD DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

Como se ilustra en el gráfico 1, tras la crisis de 2008 se ha observado un descenso importante en la proporción de los hogares cuyo cabeza de familia es menor de 35 años y que son propietarios de la vivienda en la que residen. En este recuadro se utiliza el modelo estructural presentado en Ferreira, Gálvez y Pidkuyko (2020)<sup>1</sup> con el fin de entender los factores que podrían explicar este cambio de patrón en la tasa de propiedad, que, de acuerdo con los datos más recientes de la EFF, se habría prolongado durante los últimos años (véase gráfico 11 del texto principal). En este modelo, que se estima utilizando información a nivel de los hogares de la EFF para el período 2002-2005, se asume que los hogares toman decisiones de consumo, endeudamiento y ahorro en activos poco líquidos (vivienda) y otros más líquidos en distintos momentos del ciclo vital.

En particular, se utiliza este modelo para evaluar el impacto sobre las decisiones de tenencia de vivienda de tres cambios que han tenido lugar tras la crisis iniciada en 2008. Primero, el mayor grado de exigencia en las condiciones de crédito para compra de vivienda, principalmente a través de un descenso en el apalancamiento máximo ofrecido en el momento de la concesión del crédito, pasando la ratio del volumen de financiación hipotecaria sobre el valor de inmueble (LtP), en el momento de la compra, de un 100 % durante la expansión a un 80 % durante la crisis<sup>2</sup>. Segundo, los cambios heterogéneos por edades antes y durante la crisis que se han observado en la dinámica de los ingresos laborales: caída de entre el 15 % y el 25 % en el ingreso laboral, según edades, y aumento de las probabilidades de perder un empleo que varían por edad y posición en la distribución de la renta. Tercero, se tiene en cuenta la eliminación de las deducciones fiscales por compra de vivienda a partir del 1 de enero de 2013.

El gráfico 2 presenta los perfiles por edades de la proporción de hogares que son propietarios de su vivienda principal que resultan de simular con el modelo cuatro escenarios alternativos. El primer perfil (línea azul continua) se corresponde con una simulación del modelo en la que las principales variables toman valores que reproducen unas características similares a las que prevalecieron en España entre 2002 y 2007. El segundo (línea continua roja) es el asociado a los tres cambios descritos en el párrafo anterior (mayor grado de exigencia en las condiciones de crédito, caída esperada del ingreso laboral y eliminación de incentivos fiscales a la compra de vivienda). El tercero (línea roja discontinua) representa el perfil simulado que surge de mantener las mismas características que en el anterior, salvo las condiciones de oferta de crédito, que se supone que son las mismas que estaban vigentes durante la expansión previa a la crisis y, por consiguiente, son más las laxas

que las que se observaron en el período posterior. Finalmente, el cuarto (línea roja punteada) representa el perfil simulado cuando se eliminan las deducciones fiscales, pero tanto las condiciones de crédito como la dinámica de ingresos laborales se mantienen como antes de la crisis.

Como se aprecia a partir de la comparación de los gráficos 1 y 2, el modelo captura razonablemente bien tanto el perfil creciente de la proporción de los hogares propietarios de vivienda en función de la edad del cabeza de familia del hogar como el brusco cambio que se produjo tras la crisis (desplazamiento de la línea azul a la roja continua). La comparación entre las tres líneas rojas parece indicar que los mayores efectos sobre los cambios en la decisión de compra de vivienda de los jóvenes serían los vinculados con el mayor grado de exigencia en las condiciones de oferta de crédito y con los cambios en la situación del mercado de trabajo. El descenso a los límites máximos de endeudamiento impacta directamente sobre los hogares más jóvenes, casi de forma independiente de su ingreso laboral. Por su parte, los cambios en la renta laboral, cuyo efecto se manifiesta especialmente para los hogares de mayores de 30 años, afectan a las decisiones de tenencia de vivienda a través de dos canales. Por un lado, una caída en el ingreso laboral esperado disminuye las posibilidades de que un hogar en situación de alquiler pueda acceder a una hipoteca con un límite en la ratio de pago sobre ingresos. Por otro lado, para un nivel dado de consumo, implica un aumento en el tiempo necesario para alcanzar un ahorro mínimo que pueda ser utilizado como entrada en la compra de vivienda.

Las simulaciones sugieren, además, que la eliminación del incentivo fiscal habría tenido un impacto relativamente menor sobre estas decisiones inmobiliarias de los hogares más jóvenes. La razón del menor efecto relativo de los cambios fiscales es que estos hogares, a la hora de decidir si comprar una vivienda o alquilar, están principalmente restringidos por su capacidad de ahorro y su situación y perspectivas laborales en el momento de la toma de decisión, mientras que el incentivo fiscal genera flujos de liquidez sobre todo en el futuro.

Para entender la dinámica que conduce a los resultados de los gráficos 1 y 2, se analiza a continuación el comportamiento de distintas cohortes de hogares a lo largo del tiempo. Concretamente, en el gráfico 3 se presenta, a partir de la información de la EFF para cohortes nacidas desde 1974 hasta 1986, la evolución de la probabilidad que tiene un hogar de ser propietario de su vivienda principal a lo largo del tramo del ciclo vital correspondiente<sup>3</sup>. El gráfico 4 presenta el mismo ejercicio, pero para cohortes

1 C. Ferreira, J. Gálvez y M. Pidkuyko (2020), *Endeudamiento y tenencia inmobiliaria a lo largo del ciclo vital. Teoría y evidencia para España*.

2 O. Bover, M. Torrado y E. Villanueva (2019), «La ratio préstamo-valor de la vivienda en España durante el período 2004-2016», Artículo Analítico, *Boletín Económico*, 1/2019.

3 En la EFF, dada su característica de panel rotativo, cada cohorte de hogares se observa en un mínimo de 1 y un máximo de 5 momentos del ciclo vital (las olas 2002, 2005, 2008, 2011 y 2014).

Recuadro 2

**UN ANÁLISIS DE LOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL CAMBIO RECIENTE EN LAS DECISIONES DE TENENCIA DE VIVIENDA EN PROPIEDAD DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (cont.)**

Gráfico 1  
TENENCIA INMOBILIARIA SEGÚN LA ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS

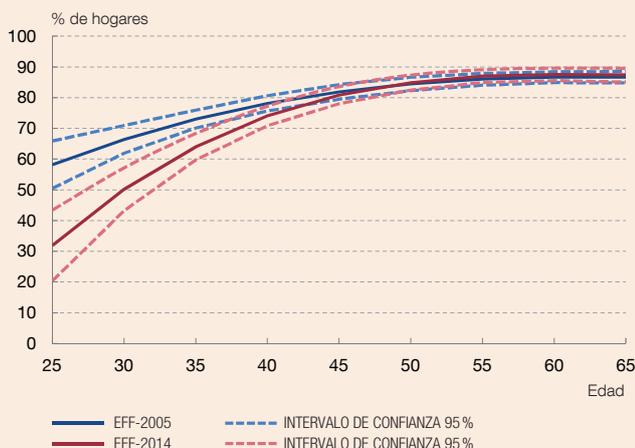


Gráfico 2  
TENENCIA INMOBILIARIA. SIMULACIONES DEL MODELO

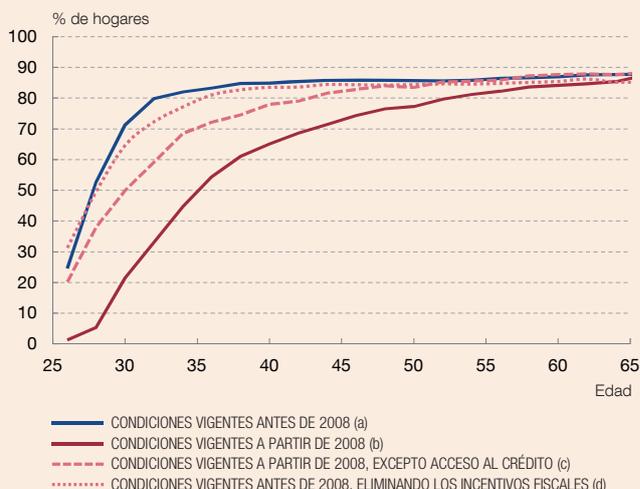


Gráfico 3  
TENENCIA INMOBILIARIA POR COHORTE DE NACIMIENTO DE LA EFF (e)



Gráfico 4  
TENENCIA INMOBILIARIA POR COHORTE DE NACIMIENTO EN EL MODELO (e)



FUENTES: Encuesta Financiera de las Familias 2005-2014 y Banco de España.

- a Se supone que las condiciones de acceso al crédito, la dinámica de los ingresos laborales y los incentivos fiscales a la compra de vivienda son los vigentes antes de 2008.
- b En comparación con la situación anterior a 2008, se supone que las condiciones de acceso al crédito son más exigentes, que empeora la dinámica de ingresos laborales y que se eliminan los incentivos fiscales a la compra de vivienda.
- c Condiciones de acceso al crédito iguales a las vigentes antes de 2008. Dinámica de ingresos laborales vigente a partir de 2008, y eliminación de los incentivos fiscales a la compra de vivienda.
- d Condiciones iguales a las vigentes antes de 2008, excepto los incentivos fiscales a la compra de vivienda, que se eliminan.
- e Cada cohorte está indexada según el año de nacimiento.

de hogares simuladas con el modelo. Los resultados apuntan a una explicación para los perfiles de los gráficos 1 y 2: los hogares que ingresan al mercado laboral antes de la crisis pero que no logran comprar una vivienda durante la expansión (así como también aquellos otros que ingresan en plena crisis) ven pospuesta su decisión de adquisición de vivienda debido a los efectos combinados de la mayor exigencia en las condiciones

de crédito, la dinámica de ingresos laborales durante la crisis y, en menor medida, la desaparición de las desgravaciones fiscales. Esto se hace evidente comparando las cohortes simuladas del gráfico 4. La serie de la cohorte 1980, compuesta de hogares que ingresan al mercado laboral entre tres y cuatro años antes de la crisis simulada, presenta un quiebro a partir del inicio de la crisis. De no haberse manifestado la crisis,

**UN ANÁLISIS DE LOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL CAMBIO RECIENTE EN LAS DECISIONES DE TENENCIA DE VIVIENDA EN PROPIEDAD DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (cont.)**

dicha serie habría continuado con la tendencia creciente para acercarse a lo observado en la serie de la cohorte anterior. La cohorte 1986 contiene hogares que ingresan al mercado laboral durante la crisis simulada, lo cual se traduce en un perfil

significativamente más plano: a los 32 años, la proporción de hogares de esta cohorte que son propietarios de vivienda es de un 16 %, lo que contrasta con el 54 % de la cohorte 1980 y el 76 % de la cohorte de 1974.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS**

Durante los últimos años se ha observado un aumento generalizado de los precios de la vivienda en las economías avanzadas. Esta evolución se ha visto impulsada por la recuperación económica y el contexto de tipos de interés muy reducidos, que habrían fomentado la compra de vivienda tanto como bien de consumo como por motivo de inversión. Como ilustra el gráfico 1 por medio de un índice promedio del precio de la vivienda en términos reales, para 25 economías avanzadas, el nivel habría llegado a situarse en 2019 por encima de los máximos de 2007, habiéndose observado una moderación en las tasas de crecimiento interanual desde finales de 2017.

No obstante, la situación de los distintos mercados inmobiliarios es heterogénea, al estar muy condicionada por otros factores, como los relativos a la demográfica, la elasticidad de la oferta de vivienda, las características de los marcos regulatorio y fiscal o las características de los mercados de crédito<sup>1</sup>.

Como ilustra el gráfico 2, durante los últimos años ha tenido lugar un aumento significativo de los precios de la vivienda en las economías cuyos mercados inmobiliarios experimentaron un fuerte ajuste durante la crisis (véase el grupo 1 en el gráfico 2),

sin que, en general, se hayan superado los niveles máximos del *boom* anterior. Grecia e Italia, no incluidos en el gráfico, son una excepción, ya que la vivienda ha continuado perdiendo valor durante la etapa de recuperación económica reciente. La senda alcista reciente es compartida también por algunos países —como Austria, Luxemburgo o Nueva Zelanda—, donde el auge en el precio de la vivienda ha sido muy prolongado y apenas hubo corrección durante la crisis (grupo 2). En el caso de Alemania, Japón y Portugal (grupo 3), la revalorización de los activos inmobiliarios rompe la dilatada tendencia descendente anterior. Por último, países como Francia, Bélgica y Finlandia (grupo 4) presentan una estabilización del precio de la vivienda en niveles relativamente elevados en términos históricos<sup>2</sup>.

A escala local existe también una heterogeneidad notoria. Como se muestra en el gráfico 3 para una muestra de veinticuatro economías avanzadas, el aumento del precio de la vivienda ha tendido a ser más intenso en las grandes ciudades, donde la oferta de vivienda suele ser menos elástica, bien por limitaciones de disponibilidad de suelo o por las disposiciones normativas, especialmente aquellas que regulan los desarrollos urbanos. En este sentido, la migración hacia las grandes ciudades y su consiguiente impacto

Gráfico 1  
PRECIO DE LA VIVIENDA EN ECONOMÍAS AVANZADAS EN TÉRMINOS REALES (a)

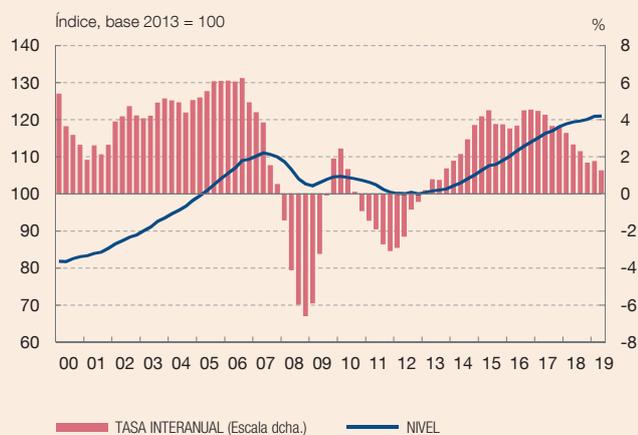
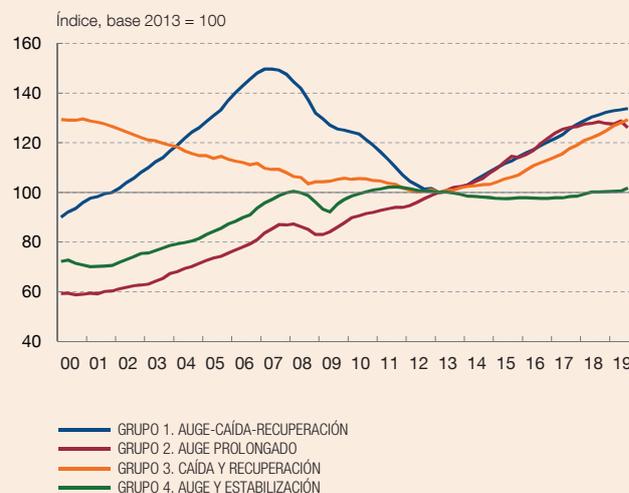


Gráfico 2  
PRECIO DE LA VIVIENDA POR GRUPO DE PAÍSES EN TÉRMINOS REALES (b)



FUENTES: BCE, Eurostat, OCDE y oficinas estadísticas nacionales.

- a El índice se construye como promedio sin ponderar de los índices del precio de la vivienda en términos reales de veinticinco economías avanzadas: Dinamarca, España, Gran Bretaña, Irlanda, Países Bajos, Estados Unidos, Bélgica, Finlandia, Francia, Corea del Sur, Singapur, Austria, Australia, Canadá, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Suiza, Hong Kong, Alemania, Japón, Portugal, Grecia e Italia.
- b GRUPO 1: Dinamarca, España, Gran Bretaña, Irlanda, Países Bajos, Estados Unidos y Grecia; GRUPO 2: Austria, Australia, Canadá, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Suiza y Hong Kong; GRUPO 3: Alemania, Japón y Portugal, y GRUPO 4: Bélgica, Finlandia, Francia, Corea del Sur y Singapur.

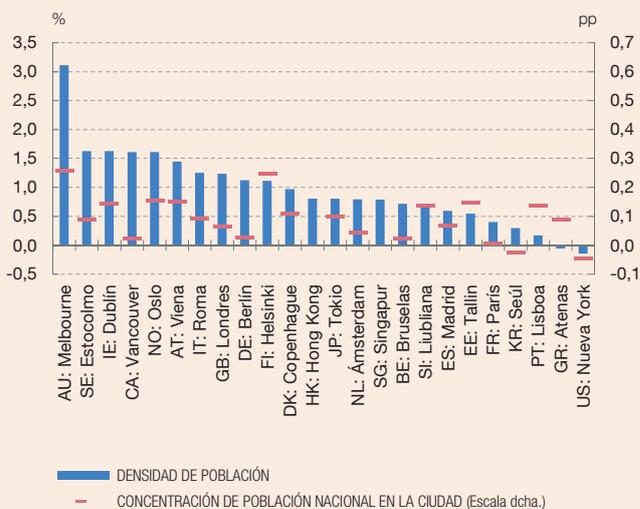
1 Véase Committee on the Global Financial System (2020), *Property price dynamics: domestic and international drivers*, CGFS Papers, n.º 64.  
 2 De hecho, la Junta Europea de Riesgos Sistémicos considera que los riesgos sobre el mercado inmobiliario de estos países es elevado. Véase European Systemic Risk Board (2019), *Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries*, septiembre.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS (cont.)**

Gráfico 3  
REVALORIZACIÓN DE LA VIVIENDA POR PAÍS Y CIUDAD, EN TÉRMINOS REALES.  
VARIACIÓN ANUAL MEDIA ENTRE 2013 Y 2019



Gráfico 4  
PRESIÓN DEMOGRÁFICA EN LAS ÁREAS METROPOLITANAS VARIACIÓN ANUAL  
MEDIA ENTRE 2013 Y 2019 (c)



FUENTES: BCE, Eurostat, OCDE y oficinas estadísticas nacionales.

c Las variaciones se dividen entre el número de años de la muestra. Para Austria y Japón, la muestra es 2013-2018.

sobre la demanda de vivienda, que se observa en la mayoría de los casos, podría ser uno de los factores que explican esta evolución (véase gráfico 4).

La evolución reciente de los precios de la vivienda ha llevado a algunos analistas a establecer ciertos paralelismos con la situación previa a la crisis de hace una década. Hay, sin embargo, dos aspectos diferenciales que podrían limitar algunos de los riesgos para la estabilidad financiera que se pusieron de relieve durante la crisis anterior. Como se ilustra en el gráfico 5, el crecimiento del crédito de los hogares ha sido durante el ciclo actual más moderado que el observado antes de la crisis. Por otra parte, se ha reforzado la regulación prudencial sobre el sistema bancario y se han desarrollado nuevos marcos de vigilancia macroprudencial<sup>3</sup>. No obstante, hay dos factores que recientemente han recibido una mayor atención por sus posibles implicaciones macrofinancieras.

El primero de ellos es la sincronía o correlación con la que parecen moverse los precios de la vivienda entre los distintos

países. Como se ilustra en el gráfico 6 con una medida estándar de sincronía<sup>4</sup> para dieciocho países, a lo largo de las últimas décadas se ha producido un aumento paulatino de la sincronía internacional en la evolución de los precios de la vivienda y un estrechamiento de la dispersión<sup>5</sup>. La literatura económica atribuye gran parte de esta tendencia a una mayor sincronía en los determinantes de la demanda de vivienda como consecuencia del proceso de globalización económica y financiera de las últimas décadas. Entre ellos, destacan los tipos de interés, que han mostrado una tendencia descendente generalizada en las economías avanzadas, llegándose a situar en niveles muy bajos desde una perspectiva histórica, y también la mayor sincronía de los ciclos económicos. Algunos análisis, como el del Fondo Monetario Internacional (2018)<sup>6</sup>, también atribuyen a las condiciones financieras globales un papel genuino en la sincronización internacional de los precios de la vivienda, a nivel tanto de país como de ciudad. De hecho, el mismo trabajo indica que la creciente sincronía para las grandes ciudades —que habría aumentado en los últimos años hasta niveles similares a

3 Véase Fondo Monetario Internacional (2018), «The IMF's Macroprudential Policy Survey. Objectives, design and country responses», *Policy Paper*, abril.  
 4 La sincronía entre dos países se mide por la diferencia de las tasas de crecimiento interanual del precio de la vivienda, en valor absoluto y con signo negativo. Un aumento del indicador señala una mayor sincronía, siendo cero el valor máximo. Para la medida agregada se calcula la mediana para todos los pares de países.  
 5 Nótese que la sincronía internacional en los precios de la vivienda, aunque creciente, es más débil que la que se observa en el PIB o en las variables financieras. Véase H. Hirata, M. A. Kose, C. Otrok y M. E. Terrones (2013), *Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants*, Documento de Trabajo n.º 13/38, Fondo Monetario Internacional. También L. J. Álvarez, G. Bulligan, A. Cabrero, L. Ferrara y H. Stahl (2010), *Housing cycles in the major euro area countries*, Documentos Ocasionales, n.º 1001, Banco de España.  
 6 Fondo Monetario Internacional (2018), «House Price Synchronization: What Role for Financial Factors?», *Global Financial Stability Report*, abril.

**EVOLUCIÓN RECIENTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS (cont.)**

los índices agregados de país— puede atribuirse en parte a su mayor exposición a los inversores globales, al ser estos mercados más atractivos para estos inversores debido a su mayor tamaño y liquidez.

En este sentido, un segundo elemento al que se ha prestado atención es el papel de los inversores internacionales y su posible influencia de manera directa o indirecta en la evolución de los mercados inmobiliarios<sup>7</sup> y en su sincronía. La inversión internacional en los mercados inmobiliarios puede contribuir a su desarrollo y desempeñar un papel estabilizador en ellos. No obstante, la demanda de vivienda por parte de inversores internacionales también puede generar dinámicas desestabilizadoras y acentuar de manera excesiva las presiones de demanda, introduciendo potencialmente riesgos para la estabilidad financiera u obstáculos a la hora de acceder al mercado de la vivienda por parte de los

residentes. De hecho, en algunas localizaciones las autoridades han reaccionado estableciendo regulaciones que limitan o encarecen la compra de inmuebles para los no residentes<sup>8</sup>.

En resumen, aunque los mercados inmobiliarios están muy condicionados por factores de oferta y de demanda de carácter local, durante las últimas décadas se observa un aumento en la sincronía internacional de los precios de la vivienda. Esta tendencia parece responder a la mayor concordancia de los ciclos económicos y a la situación de bajos tipos de interés predominante en las economías, en un contexto de mayor influencia de las condiciones financieras globales y de los flujos de capital del exterior. La mayor sincronía de los ciclos inmobiliarios, de mantenerse, podría traducirse en que eventuales caídas de los precios, al ser más generalizadas, amplíen su impacto macrofinanciero adverso a escala internacional.

Gráfico 5  
ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES. DEUDA SOBRE PIB. (a).  
VARIACIÓN MEDIA TRIMESTRAL

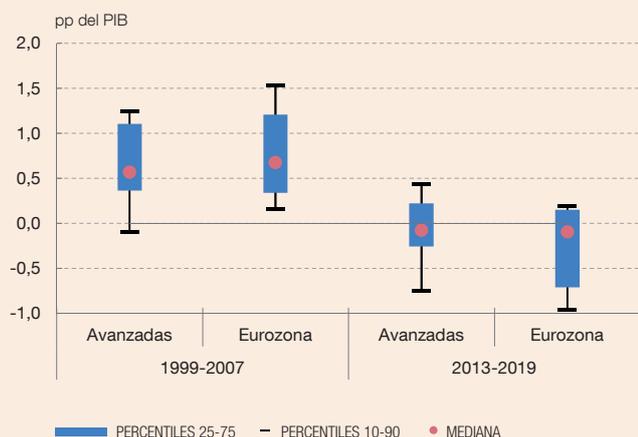
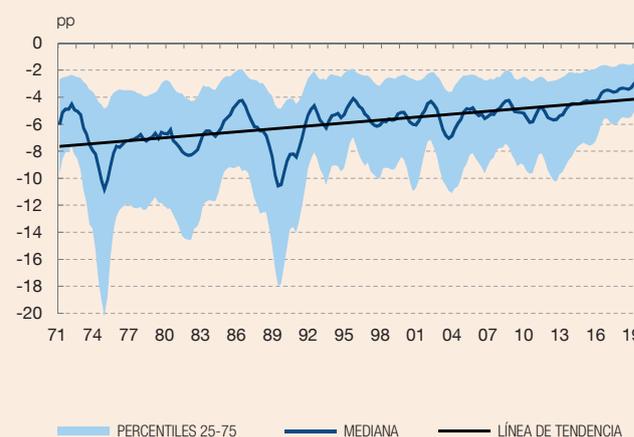


Gráfico 6  
INDICADOR DE SINCRONÍA INTERNACIONAL EN EL PRECIO DE LA VIVIENDA (b)



FUENTES: BIS, OCDE y Banco de España.

- a Variación trimestral media de la ratio de endeudamiento para cada país en los dos períodos. El primer período comprende del IV TR 1999 al IV TR 2007. El segundo, del I TR 2013 al III TR 2019.
- b Se consideran dieciocho economías avanzadas: Dinamarca, España, Gran Bretaña, Irlanda, Italia, Países Bajos, Estados Unidos, Bélgica, Finlandia, Francia, Australia, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Suiza, Alemania y Japón. Véase nota al pie 4 en el texto principal.

7 Este es el caso de Australia, Canadá y Londres, y también, aunque en menor medida, de París y Ámsterdam. Véanse Committee on the Global Financial System (2020) y L.van Doorn., A. Arnold, E. Rapoport. (2019), «In the Age of Cities: The Impact of Urbanisation on House Prices and Affordability», en R. Nijskens, M. Lohuis., P. Hilbers y W. Heeringa (eds.), Hot Property, Springer, Cham.

8 Este es el caso de Canadá, Hong Kong, Suiza, Australia o Singapur. Véase Committee on the Global Financial System (2020).

## BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez, L., R. Blanco y M. García-Posada (2020). «La inversión extranjera en el mercado inmobiliario residencial español entre 2007 y 2019», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Álvarez, L., y M. García-Posada (2019). *Modelling regional housing prices in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1941, Banco de España.
- Anghel, B., H. Basso, O. Bover, J. M. Casado, L. Hospido, M. Izquierdo, I. Kataryniuk, A. Lacuesta, J. M. Montero y E. Vozmediano (2018). *Income, Consumption and Wealth Inequality in Spain*, Documentos Ocasionales, n.º 1806, Banco de España.
- Aparicio-Fenoll, A., y V. Oppedisano (2015). «Fostering Household Formation: Evidence from a Spanish Rental Subsidy», *The BE Journals of Economic Analysis and Policy*, 15:1, pp. 53-84.
- Arnott, R. (1995). «Time for revisionism on rent control?», *Journal of Economic Perspectives*, 9(1), pp. 99-120.
- Banco de España (2019a). «La ley reguladora de los contratos de crédito», recuadro 5 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2019.
- (2019b). «La evolución de las carteras de los hogares españoles a lo largo de su ciclo vital», recuadro 4.2 del *Informe Anual 2018*.
- Barceló, C. (2006). *Housing tenure and labour mobility: a comparison across European countries*, Documentos de Trabajo, n.º 0603, Banco de España.
- Barceló, C., y E. Villanueva (2018). *The risk of job loss, household formation and housing demand: evidence from differences in severance payments*, Documentos de Trabajo, n.º 1849, Banco de España.
- Barceló, C., E. Villanueva y E. Vozmediano (2020). *Cambios en el acceso de los hogares al crédito hipotecario, 2004-2014*, Documentos de Trabajo, Banco de España, en curso de publicación.
- Casas-Arce, P., y A. Saiz (2010). «Owning versus renting: do courts matter?», *Journal of Law and Economics*, 53, pp. 137-165.
- Collinson, R., I. Ellen y J. Ludwig (2016). «Low-income housing policy», en Robert A. Moffitt (ed.), *Economics of means-tested transfer programs in the United States*, vol. 2, pp. 59-126.
- Cooper, D., y M. J. Luengo-Prado (2018). «Household formation over time: evidence from two cohorts of young adults», *Journal of Housing Economics*, 106-123.
- Desai, M., D. Dharmapala y M. Singhal (2010). «Tax incentives for affordable housing: the low income housing tax credit», *Tax Policy and the Economy*, vol. 24(1), The University of Chicago Press, pp. 181-205.
- Dettling, L., y J. Hsu (2018). «Returning to the Nest: Debt and Parental Co-residence Among Young Adults», *Labour Economics*, V. 54: 22555-236.
- Djankov, S., R. La Porta, F. López de Silanes y A. Shleifer (2003). «Courts: The Lex Mundi project», *The Quarterly Journal of Economics*, 118(2), pp. 453-517.
- Dustmann, C., B. Fitzenberger y M. Zimmermann (2018). *Housing Expenditures and Income Inequality*, CREAM Working Paper, [http://www.cream-migration.org/publ\\_uploads/CDP\\_16\\_18.pdf](http://www.cream-migration.org/publ_uploads/CDP_16_18.pdf).
- Favilukis, J., P. Mabilie y S. V. Nieuwerburgh (2019). *Affordable housing and city welfare*, NBER Working Paper 25906.
- Galán, J. E., y M. Lamas (2019). *Beyond the LTV ratio: new macroprudential lessons from Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1931, Banco de España.
- García-López, J., J. Jofre-Monseny, R. Martínez-Mazza y M. Segú (2019). *Do Short-term Rental Platforms Affect Housing Markets? Evidence from Barcelona*, manuscrito de la Universitat de Barcelona.
- García-Vaquero, V., e I. Roibás (2020). *Evolución reciente de las SOCIMI en España*, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, Banco de España.
- Ghirelli, C., J. D. Leiva y A. Urtasun (2020). *Housing Prices in Spain: Convergence or Decoupling?*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- Gibbons, S., y A. Manning (2006). «The incidence of UK housing benefit: evidence from the 1990s reforms», *Journal of Public Economics*, 90 (4-5), pp. 799-822.
- Godefroy, P. (2018). *Trois versions du taux d'effort en matière de logement*, Documento de Trabajo, INSEE, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3587615>.
- González-Chapela, J. (2020). *Patience goes a long way: evidence from Spain*, MPRA Paper 98711, University Library of Munich, Alemania.
- Horn, K., y M. Merante (2017). «Is home sharing driving up rents? Evidence from Airbnb in Boston», *Journal of Housing Economics*, 38, issue C, pp. 14-24.
- Kaas, L., G. Kocharkov y E. Preugschat (2019). «Wealth Inequality and Homeownership in Europe», *Annals of Economics and Statistics*, n.º 136 (diciembre), pp. 27-54.
- Koster, H., J. van Ommeren y N. Volhausen (2018). *Short-term rentals and the housing market: quasi-experimental evidence from Airbnb in Los Angeles*, CEPR Discussion Papers, n.º 13094.

- López-Rodríguez, D., y M.<sup>a</sup> de los L. Matea (2020). *La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 2002, Banco de España.
- Malmendier, U., y A. Steiny (2016). *Rent or Buy? The Role of Lifetime Experiences of Macroeconomic Shocks within and across Countries*, manuscrito, Universidad de Berkeley.
- Martins, N., y E. Villanueva (2006). *Does Limited Access to Mortgage Debt Explain Why Young Adults Live with their Parents?*, Documentos de Trabajo, n.º 0628, Banco de España.
- Matea, M.<sup>a</sup> de los L., y D. López-Rodríguez (2019). «Evolución reciente del mercado del alquiler de vivienda en España», *Boletín Económico*, 3/2019, Banco de España.
- Notowidigdo, M. (2019). «The Incidence of Local Labor Demand Shocks», *Journal of Labor Economics* (de próxima aparición).
- Larrimore, J., y J. Schuetz (2017). *Assessing the Severity of Rent Burden on Low-Income Families*, FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, December 22, Washington, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2111>.
- OECD (2016). «Affordable housing database», *OECD Online Databases*.
- (2019). «Affordable housing database», *OECD Online Databases*.
- OECD *Affordable Housing Database*. <http://www.oecd.org/els/family/HC1-1-Housing-related-expenditure-of-households.pdf>; se accedió el 13 de febrero de 2020.
- Oswald, F. (2019). «The Effect of Homeownership on the Option Value of Regional Migration», *Quantitative Economics*, vol. 10, pp. 1453-1493.
- Paz-Pardo, G. (2020). *Homeownership and Portfolio Choice over the Generations*, manuscrito, University College of London.
- Salvi del Pero, A., W. Adema, V. Ferraro y V. Fréy (2016). *Policies to promote access to good-quality affordable housing in OECD countries*, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, n.º 176, OECD Publishing, París.
- Sinai, T., y J. Waldfoegel (2005). «Do low-income housing subsidies increase the occupied housing stock?», *Journal of Public Economics*, 89(11-12), pp. 2137-2164.
- Slacalek, J., O. Tristani y G. Violante (2020). *Household Balance Sheet Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area*, Documento de Trabajo NBER n.º 26630, Cambridge, Massachusetts.
- Susin, S. (2002). «Rent vouchers and the price of low-income housing», *Journal of Public Economics*, 83(2), pp. 109-152.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1601 JAVIER MENCÍA y JESÚS SAURINA: Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1602 LUIS MOLINA, ESTHER LÓPEZ y ENRIQUE ALBEROLA: El posicionamiento exterior de la economía española.
- 1603 PILAR CUADRADO y ENRIQUE MORAL-BENITO: El crecimiento potencial de la economía española (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1604 HENRIQUE S. BASSO y JAMES COSTAIN: Macroprudential theory: advances and challenges.
- 1605 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, AITOR LACUESTA y ENRIQUE MORAL BENITO: An exploration of real-time revisions of output gap estimates across European countries.
- 1606 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, SAMUEL HURTADO, FRANCISCO MARTÍ y JAVIER J. PÉREZ: Public finances and inflation: the case of Spain.
- 1607 JAVIER J. PÉREZ, MARIE AOURIRI, MARÍA M. CAMPOS, DMITRIJ CELOV, DOMENICO DEPALO, EVANGELIA PAPAPETROU, JURGA PESLIAKAITĖ, ROBERTO RAMOS y MARTA RODRÍGUEZ-VIVES: The fiscal and macroeconomic effects of government wages and employment reform.
- 1608 JUAN CARLOS BERGANZA, PEDRO DEL RÍO y FRUCTUOSO BORRALLA: Determinants and implications of low global inflation rates.
- 1701 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, JUAN FRANCISCO JIMENO y ROBERTO RAMOS: El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1702 EDUARDO BANDRÉS, MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS y ANA GÓMEZ-LOSCOS: Regional business cycles across Europe.
- 1703 LUIS J. ÁLVAREZ e ISABEL SÁNCHEZ: A suite of inflation forecasting models.
- 1704 MARIO IZQUIERDO, JUAN FRANCISCO JIMENO, THEODORA KOSMA, ANA LAMO, STEPHEN MILLARD, TAIRI RÕÕM y ELIANA VIVIANO: Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey.
- 1705 ÁNGEL LUIS GÓMEZ y M.ª DEL CARMEN SÁNCHEZ: Indicadores para el seguimiento y previsión de la inversión en construcción.
- 1706 DANILO LEIVA-LEON: Monitoring the Spanish Economy through the Lenses of Structural Bayesian VARs.
- 1707 OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, ESTEBAN GARCÍA-MIRALLES, JOSÉ MARÍA LABEAGA y ROBERTO RAMOS: Microsimulation tools for the evaluation of fiscal policy reforms at the Banco de España.
- 1708 VICENTE SALAS, LUCIO SAN JUAN y JAVIER VALLÉS: The financial and real performance of non-financial corporations in the euro area: 1999-2015.
- 1709 ANA ARENCIBIA PAREJA, SAMUEL HURTADO, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y EVA ORTEGA: New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE).
- 1801 ANA ARENCIBIA PAREJA, ANA GÓMEZ LOSCOS, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A short-term forecasting model for the Spanish economy: GDP and its demand components.
- 1802 MIGUEL ALMUNIA, DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Evaluating the macro-representativeness of a firm-level database: an application for the Spanish economy.
- 1803 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos del desapalancamiento público. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1804 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO, CARLOS GENTO y ISMAEL MORENO: The spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2014 wave.
- 1805 ENRIQUE MORAL-BENITO: The microeconomic origins of the Spanish boom.
- 1806 BRINDUSA ANGHEL, HENRIQUE BASSO, OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, LAURA HOSPIDO, MARIO IZQUIERDO, IVAN A. KATARYNIUK, AITOR LACUESTA, JOSÉ MANUEL MONTERO y ELENA VOZMEDIANO: La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1807 MAR DELGADO-TÉLLEZ y JAVIER J. PÉREZ: Institutional and economic determinants of regional public debt in Spain.
- 1808 CHENXU FU y ENRIQUE MORAL-BENITO: The evolution of Spanish total factor productivity since the Global Financial Crisis.
- 1809 CONCHA ARTOLA, ALEJANDRO FIORITO, MARÍA GIL, JAVIER J. PÉREZ, ALBERTO URTASUN y DIEGO VILA: Monitoring the Spanish economy from a regional perspective: main elements of analysis.
- 1810 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y CRISTINA GARCÍA CIRIA: Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea.
- 1811 JORGE MARTÍNEZ: Previsión de la carga de intereses de las Administraciones Públicas.

- 1901 CARLOS CONESA: Bitcoin: ¿una solución para los sistemas de pago o una solución en busca de problema? (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1902 AITOR LACUESTA, MARIO IZQUIERDO y SERGIO PUENTE: Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder el empleo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1903 EDUARDO GUTIÉRREZ CHACÓN y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: Exporting Spanish firms. Stylized facts and trends.
- 1904 MARÍA GIL, DANILO LEIVA-LEON, JAVIER J. PÉREZ y ALBERTO URTASUN: An application of dynamic factor models to nowcast regional economic activity in Spain.
- 1905 JUAN LUIS VEGA (COORDINADOR): *Brexit*: balance de situación y perspectivas.
- 1906 JORGE E. GALÁN: Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited.
- 1907 VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: El proceso de cambio estructural de la economía española desde una perspectiva histórica. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1908 PANA ALVES, DANIEL DEJUÁN y LAURENT MAURIN: Can survey-based information help assess investment gaps in the EU?
- 1909 OLYMPIA BOVER, LAURA HOSPIDO and ERNESTO VILLANUEVA: The Survey of Financial Competences (ECF): description and methods of the 2016 wave.
- 1910 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ: El índice de precios de consumo: usos y posibles vías de mejora.
- 1911 ANTOINE BERTHOU, ÁNGEL ESTRADA, SOPHIE HAINCOURT, ALEXANDER KADOW, MORITZ A. ROTH y MARIE-ELISABETH DE LA SERVE: Assessing the macroeconomic impact of Brexit through trade and migration channels.
- 1912 RODOLFO CAMPOS y JACOPO TIMINI: An estimation of the effects of Brexit on trade and migration.
- 1913 DUNCAN VAN LIMBERGEN, MARCO HOEBERICHTS, ANA DE ALMEIDA y TERESA SASTRE: A tentative exploration of the effects of Brexit on foreign direct investment vis-à-vis the United Kingdom.
- 1914 MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS, ANA GÓMEZ-LOSCOS y EDUARDO BANDRÉS: Ciclos económicos y *clusters* regionales en Europa.
- 1915 MARIO ALLOZA y PABLO BURRIEL: La mejora de la situación de las finanzas públicas de las Corporaciones Locales en la última década.
- 1916 ANDRÉS ALONSO y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Financial innovation for a sustainable economy. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2001 ÁNGEL ESTRADA, LUIS GUIROLA, IVÁN KATARYNIUK y JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN: The use of BVARs in the analysis of emerging economies.
- 2002 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional.
- 2003 OMAR RACHEDI: Structural transformation in the Spanish economy.
- 2004 MIGUEL GARCÍA-POSADA, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Determinants of investment in tangible and intangible fixed assets.
- 2005 JUAN AYUSO y CARLOS CONESA: Una introducción al debate actual sobre la moneda digital de banco central (CBDC).
- 2006 PILAR CUADRADO, ENRIQUE MORAL-BENITO and IRUNE SOLERA: A sectoral anatomy of the spanish productivity puzzle.
- 2007 SONSOLES GALLEGO, PILAR L'HOTELLERIE-FALLOIS y XAVIER SERRA: La efectividad de los programas del FMI en la última década.
- 2008 RUBÉN ORTUÑO, JOSÉ M. SÁNCHEZ, DIEGO ÁLVAREZ, MIGUEL LÓPEZ y FERNANDO LEÓN: Neurometrics applied to banknote and security features design.
- 2009 PABLO BURRIEL, PANAGIOTIS CHRONIS, MAXIMILIAN FREIER, SEBASTIAN HAUPTMEIER, LUKAS REISS, DAN STEGARESCU y STEFAN VAN PARYS: A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems.
- 2010 MIGUEL ÁNGEL LÓPEZ y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: El sistema de tasación hipotecaria en España. Una comparación internacional.
- 2011 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: La economía española en 2019.
- 2012 MARIO ALLOZA, MARIEN FERDINANDUSSE, PASCAL JACQUINOT y KATJA SCHMIDT: Fiscal expenditure spillovers in the euro area: an empirical and model-based assessment.
- 2013 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019.